

周期修复，成长崛起

—11月月度投资策略

相关研究:

《智者不惧，勇者前进—10月投资策略》，2011-10-10

《等待拐点——2011年下半年A股策略》，2011-06-22;

《转型之路不平坦——2011年二季度A股策略》，2011-04-01;

分析师:

朱礼旭 (✉)

执业证书编号:

S0500511080003

(8621) 68634510-8675

Zlx3448@xcsc.com

分析师:

牛鹏云

(8621) 68634510-8278

npv3333@xcsc.com

执业证书编号:

S0500511050002

地址: 上海市浦东新区陆家嘴环路958号华能联合大厦5层湘财证券研究所

<http://www.xcsc.com>

报告核心观点:

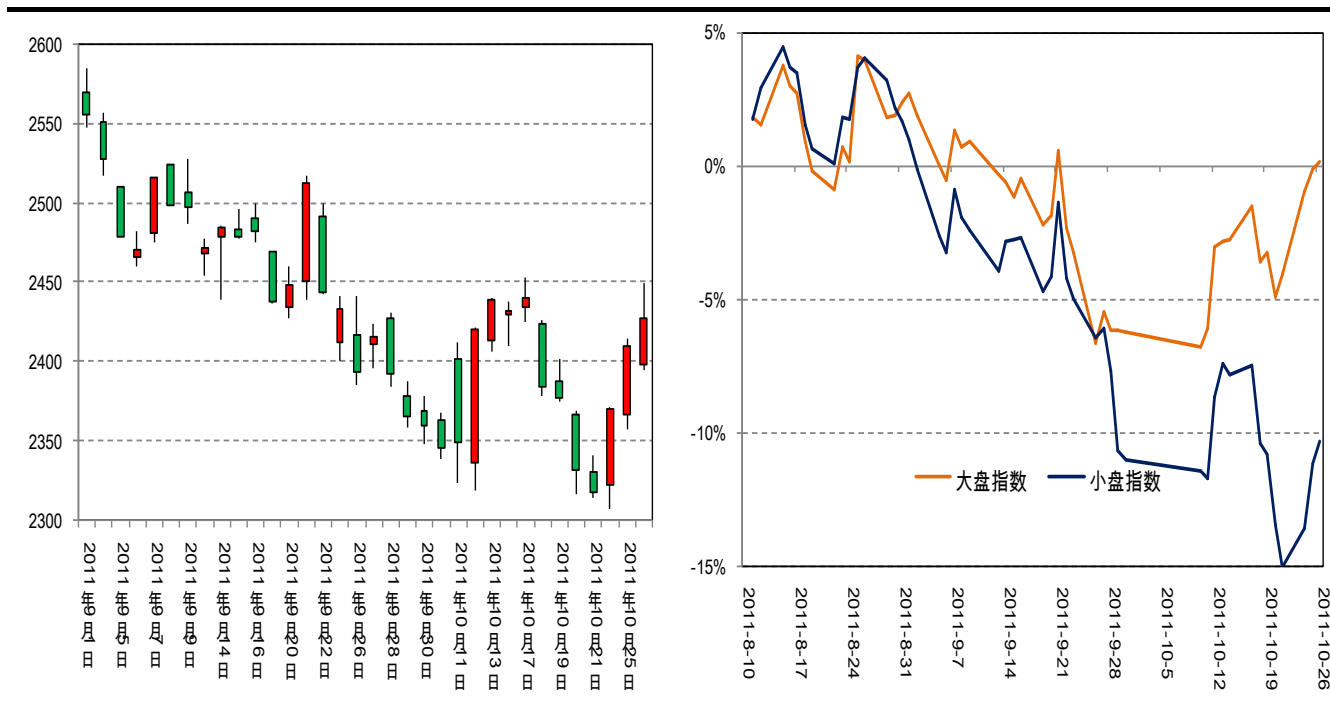
11月的市场有望在周期性板块的推动下延续10月以来的反弹行情，从投资机会的角度，建议关注证券、银行、保险、地产、建材、家电、汽车、化工等行业。

报告要点:

- **10月的市场：“勇者”的胜利。**我们在10月的月度投资策略报告《智者不惧，勇者前进》的报告中，提出了市场的投资时机，市场的表现印证了我们的判断。回顾10月的市场，10月的市场呈现了两个方面的鲜明的变化：一方面，市场在经历了“恐惧”之后逐渐回归到价值的认识与挖掘路径，随着市场情绪的企稳，市场的底部已经形成。另一方面，市场风格分化明显，大盘股相对小盘股具备更高的相对收益率，而且接近正的绝对收益。
- **11月的市场：周期性板块修复推动市场反弹。**我们在下半年投资策略报告《等待拐点》中提出，通胀观点决定政策拐点，政策的拐点决定了流动性的观点。从目前来看，通胀观点、政策的观点已经形成。我们认为流动性的观点有望在第四季度形成。以上是支撑我们认为本轮市场反弹的逻辑基础。此外，无论从估值和价格水平的角度，都有望支持市场延续反弹的行情。最后，欧债危机解决方案的达成，也为A股市场创造良好的外围市场环境。
- **政策基调由防通胀向“防通胀与稳增长并举”。**10月的政策面最大的变化是政策的微调。从微调的力度或是节奏来看：首先，信贷偏紧的“口子”向小微企业倾斜；其次，在对小微企业定向宽松的基础上，管理层将政策宽松的对象指向了国家重点在建、续建项目、中小企业及符合产业政策的战略性新兴产业。最后，汇金开始增持银行股。汇金的增持反映了管理层对市场的恢复信心的举措，反应出管理层对维护市场稳定的意图。
- **宏观经济有望在第四季度筑底企稳。**一方面，投资增速的企稳来自于在建、续建项目的稳定资金保障。我们粗略测算，不考虑完工的投资项目，若在建、续建项目在未来两个月的重新复工并在今年内完工，有望对未来两个月投资增速的平均贡献率在0.7个百分点左右。另一方面，房地产市场预期的改变将加速房地产去库存化速度，短期拉动消费，未来促进房地产投资增速回升。最后，制造业景气的提升意味着工业生产景气的环比提升。我们的研究发现，工业增加值趋势的环比与汇丰Pmi存在趋势上的一致性。随着制造业景气的提升，工业生产也有望获得景气的提升。
- **流动性有望迎来“拐点”。**基于温家宝总理在提出政策微调时提出的“保持信贷合理增长”的表述进行匡算。在第四季度外汇占款规模在8000亿左右的情况下，第四季度每月平均新增贷款的规模在6200左右，对应的广义货币供给增速在15%左右。

1 10 月的市场：“勇者”的胜利

图表 1：上证指数（左）与标普 500 指数走势（右）



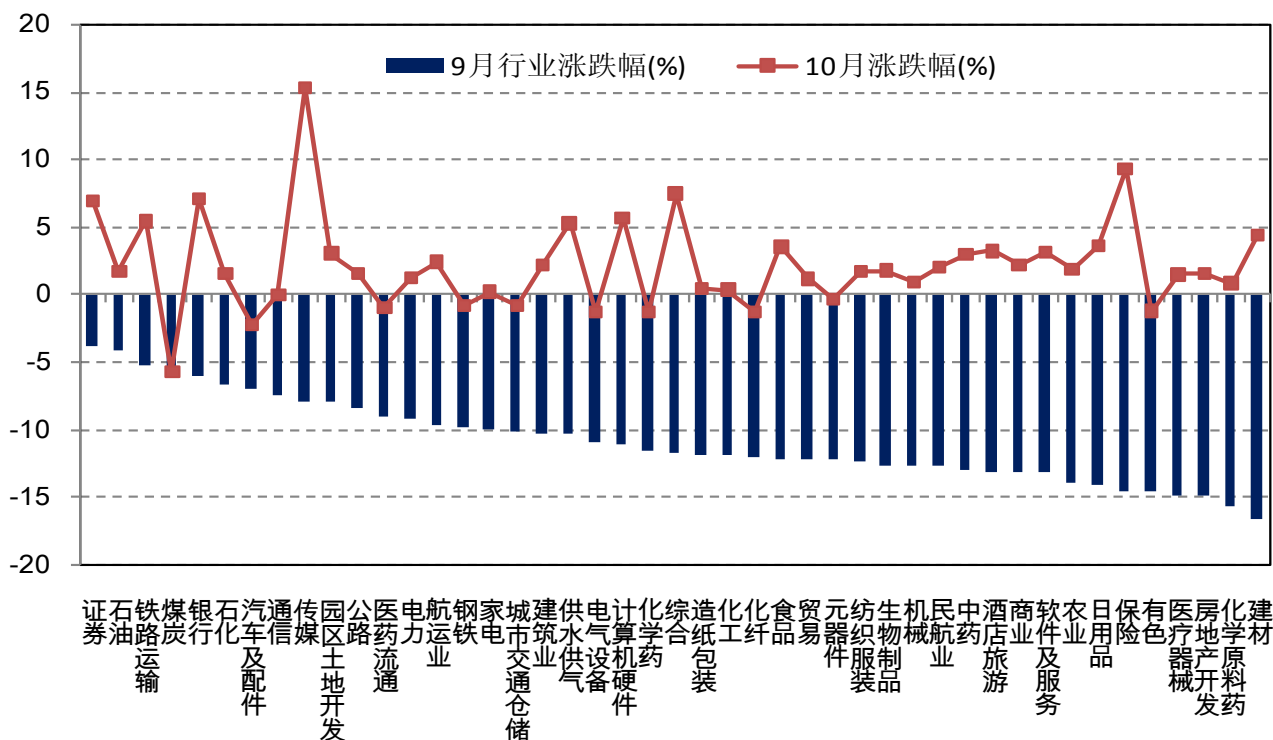
数据来源：wind 资讯；湘财证券研究所

10 月的市场是“勇者”的胜利。我们在 10 月的月度投资策略报告《智者不惧，勇者前进》的报告中，比较鲜明提出了市场的投资时机，而且认为相比 2008 年的市场，市场具备更高的投资价值，市场的表现印证了我们的判断。

回顾 10 月的市场，10 月的市场呈现了两个方面的鲜明的变化。一方面，市场在经历了“恐惧”之后逐渐回归到价值的认识与挖掘路径，随着市场的投资情绪的企稳，市场的底部已经形成。另一方面，从市场的结构来看，我们关注到，10 月的市场呈现鲜明的风格分化的特征：大盘股相对小盘股具备更高的相对收益率，而且接近正的绝对收益。

我们认为，造成 10 月市场呈现如上的特征主要来自于三个方面的原因：首先，经济景气的下行由此导致的“双杀”使得市场风险偏向业绩稳定或者受政策支持的银行、铁路运输、证券、传媒等板块，较大程度上封杀了市场大幅下挫的可能。其次，中小企业资金链的紧张导致市场对中小企业大股东解禁的压力担忧，加上未来大盘股上市的预期，导致市场持续的中小板上市公司持续的抛售。最后，欧债危机的久拖不决导致外围市场的不稳定，也打压了市场的人气。

图表 2：分行业指数 9 月和 10 月的市场涨跌幅（%）



数据来源：wind 资讯；湘财证券研究所

10 月市场所呈现出的这两个方面的特征，带给市场的思考的是，这样的市场格局如何在 11 月份演绎？

按照我们对市场的基本理解，我们认为 11 月的市场有望延续 10 月市场反弹的基本趋势。在市场的演绎节奏上，主要呈现为周期性板块的超跌反弹和成长股崛起的特征，我们估计周期性板块的表现可能不仅仅是价值回归所带来的超跌反弹，有可能会超出市场的预期。从投资机会的角度，建议关注证券、银行、保险、地产、建材、家电、汽车、化工等行业。

我们的分析逻辑如下：

2、政策基调由防通胀向“防通胀与稳增长并举”

10 月的市场能筑底反弹的主要原因是来自于政策的微调，这种政策微调主要通过货币政策的微调和积极的财政政策来实现的。从微调的力度来看。管理层的政策微调主要体现在三个方面的特征，

首先，信贷偏紧的“口子”向小微企业倾斜。政策上主要通过财政手段减轻小微企业的负担及激励金融机构对小微企业加大信贷投放的支持力度。比如通过减半征收小微企业的所得税直接降低小微企业的负担，通过将金融企业小微企业贷款损失准备金税前扣除的政策延长到 2013 年激励金融机构持续加大对小微企业信贷的支持力度等。

图表 3：10 月以来的重要政策变动

日期	近期政策变动一览
2011-10-10	中央汇金公司自10月10日起已在二级市场自主购入工、农、中、建四行股票，并继续进行相关市场操作。
2011-10-10	财政部：企业所持铁路建设债利息所得税将减半
2011-10-12	国务院：加大对小型微型企业税收扶持力度。国务院总理温家宝12日主持召开国务院常务会议，研究确定支持小型和微型企业发展的金融、财税政策措施。会议研究决定加大对小型微型企业税收扶持力度。会议研究确定了财税支持小型微型企业发展的政策措施：（一）加大对小型微型企业税收扶持力度。提高小型微型企业增值税和营业税起征点。将小型微利企业减半征收企业所得税政策，延长至2015年底并扩大范围。将符合条件的国家中小企业公共技术服务示范平台纳入科技开发用品进口税收优惠政策范围。（二）支持金融机构加强对小型微型企业的金融服务。对金融机构向小型微型企业贷款合同三年内免征印花税。将金融企业中小企业贷款损失准备金税前扣除政策延长至2013年底。将符合条件的农村金融机构金融保险收入减按3%征收营业税的政策，延长至2015年底。（三）扩大中小企业专项资金规模，更多运用间接方式扶持小型微型企业。进一步清理取消和减免部分中小企业收费。
2011-10-20	经国务院批准，2011年上海市、浙江省、广东省、深圳市开展地方政府自行发债试点。
2011-10-24	国家发改委副主任彭森日前在“第九届中国改革论坛”上表示，8月份以来，物价总水平涨幅开始回落，年内价格运行拐点特征已经得到确认，预计今后两个月消费价格指数可以控制在5.0%以下。
2011-10-24	财政部：自2011年11月1日起至2014年10月31日止，对金融机构与小型、微型企业签订的借款合同免征印花税
2011-10-25	温家宝：应适时适度对经济政策进行预调微调。信贷政策要与产业政策更好地结合起来，切实做到有保有压，保证国家重点在建、续建项目的资金需要，重点支持实体经济尤其是符合产业政策的中小企业，支持民生工程尤其是保障性安居工程。

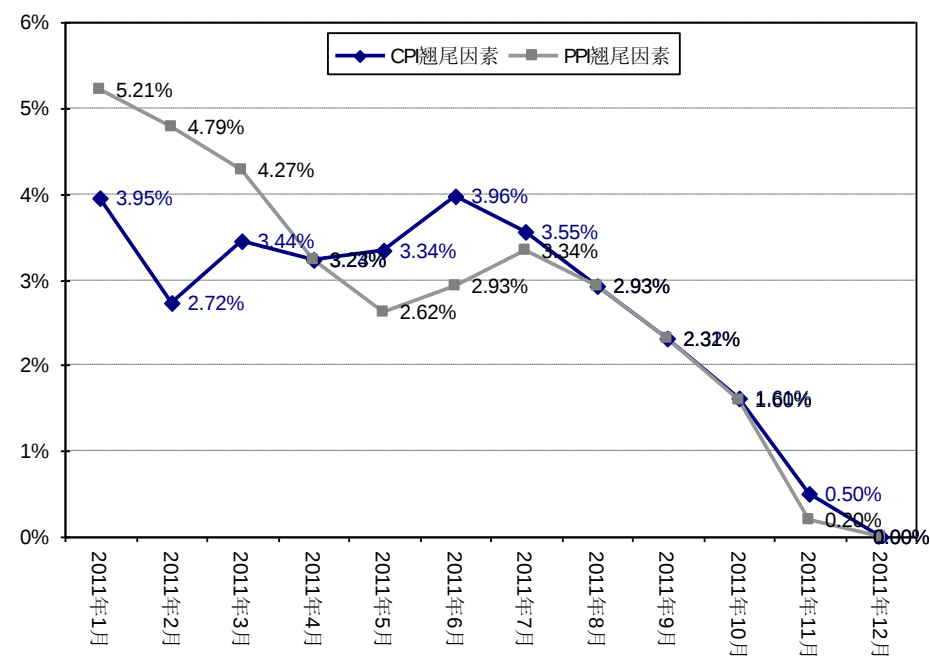
资料来源：湘财证券研究所整理；

其次，在对小微企业定向宽松的基础上，管理层将政策宽松的对象指向了国家重点在建、续建项目。有媒体报道，在前三季度信贷紧缩的压力下，全国有将近1万公里左右的铁路建设处于停工状态，这显现前三季度过紧的信贷调控已经存在调控过度，已经对在建和续建项目的资金需求形成抑制。在这种情况下，温家宝总理在天津调研时提出政策微调，一方面要保证在建、续建工程的需要，另一方面重点支持中小企业和战略新兴产业的发展。在这一基调下，为支持铁路建设资金需要，财政部提出企业所持铁路建设债利息减半的优惠措施保证铁路建设债的顺利发行。

最后，汇金开始增持银行股。汇金的增持反映了管理层对市场的恢复信心的举措，反应出管理层对维护市场稳定的意图。

我们关注到，此次政策形成“拐点”的重要背景在于通胀在第四季度的下行。如我们在10月的月度投资策略报告《智者不惧，勇者前进》中所分析的那样，通胀在第四季度形成“拐点”，为政策“拐点”的形成打开了空间。我们预期，11月、12月的通胀水平有望降到5%左右。

图表 4：第四季度翘尾因素大幅回落有望使得 CPI 同比回落（%）



数据来源：国家统计局；湘财证券研究所

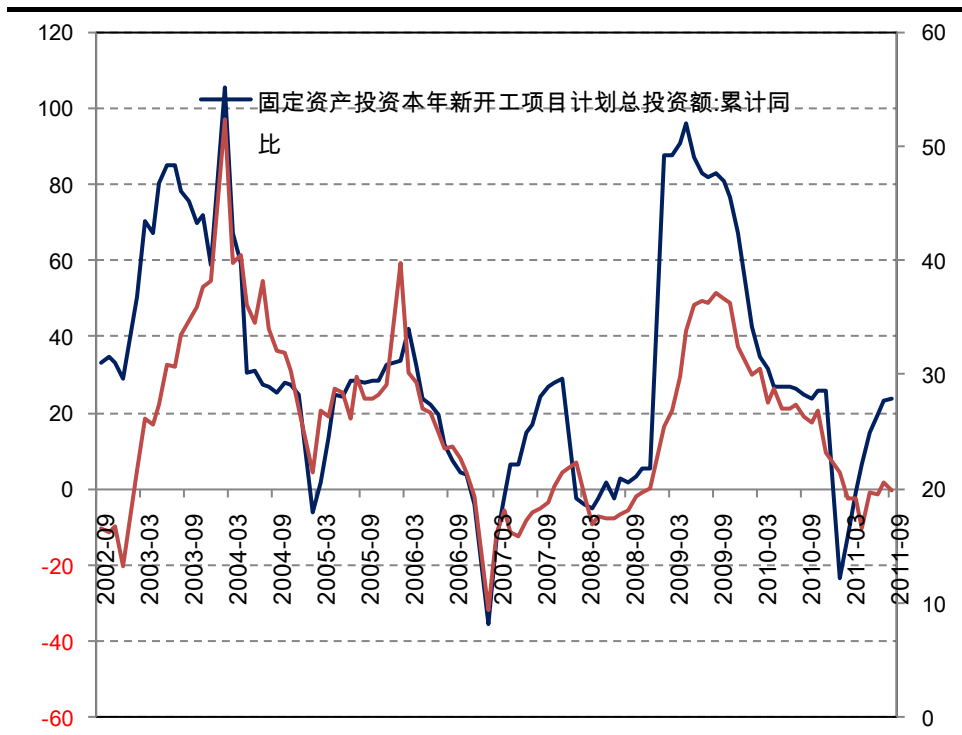
2、宏观经济有望在第四季度筑底企稳

我们认为，宏观经济有望在第四季度筑底企稳，主要基于以下三个方面的判断：

2.1 国内需求增速有望企稳

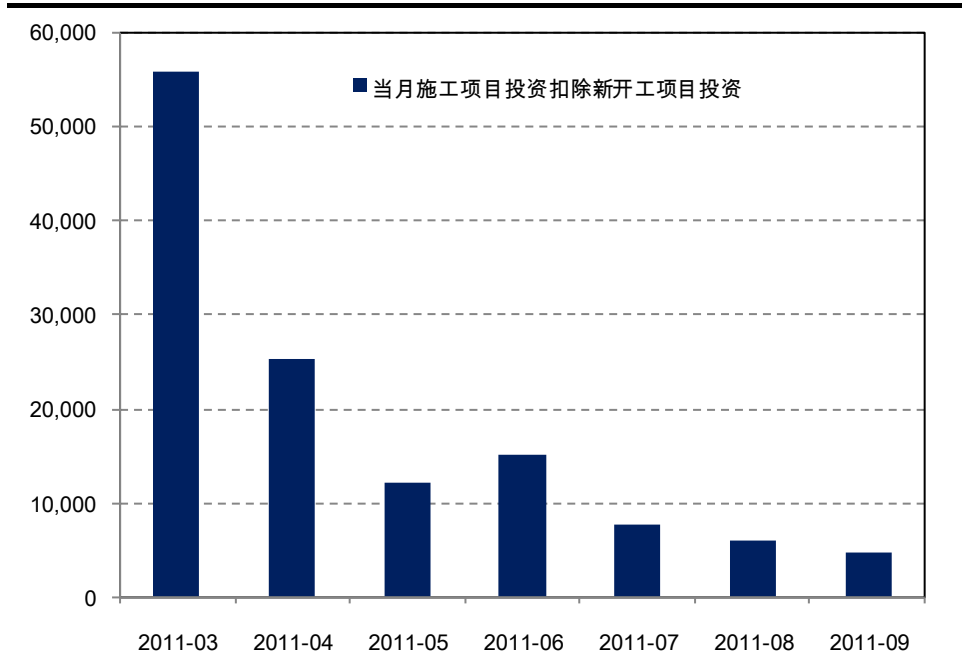
一方面，投资增速的企稳来自于在建、续建项目的稳定资金保障，从而使得在建、续建投资项目稳定运行。温家宝总理提出政策微调的一个主要内容就是保证在建、续建项目的资金保障。这一微调的政策背景是在前期严格的信贷紧缩的背景下，部分在建或续建的投资项目面临资金短缺而面临停工，以及国外经济的整体放缓。我们关注到，前三季度的新开工项目投资增速与施工项目投资增速出现了方向上的背离，新开工项目投资前9月比前8月提高了0.3个百分点，而施工项目投资前9月却比前8月下降了0.7个百分点。从历史来看，这两者的增速走势是保持一致的。此外，根据我们的测算，进入第三季度，当月施工项目投资扣除新开工项目数额持续大幅下滑，9月份这一数额已经低于去年同期水平。我们估计，这两者增速的背离的原因是部分续建、在建项目由于资金紧张而停工。我们粗略测算，不考虑完工

图表 5：新开工项目与施工项目投资增速 (%)



数据来源: wind 资讯; 湘财证券研究所

图表 6: 当月施工项目投资扣除新开工项目投资后的变化 (亿元)

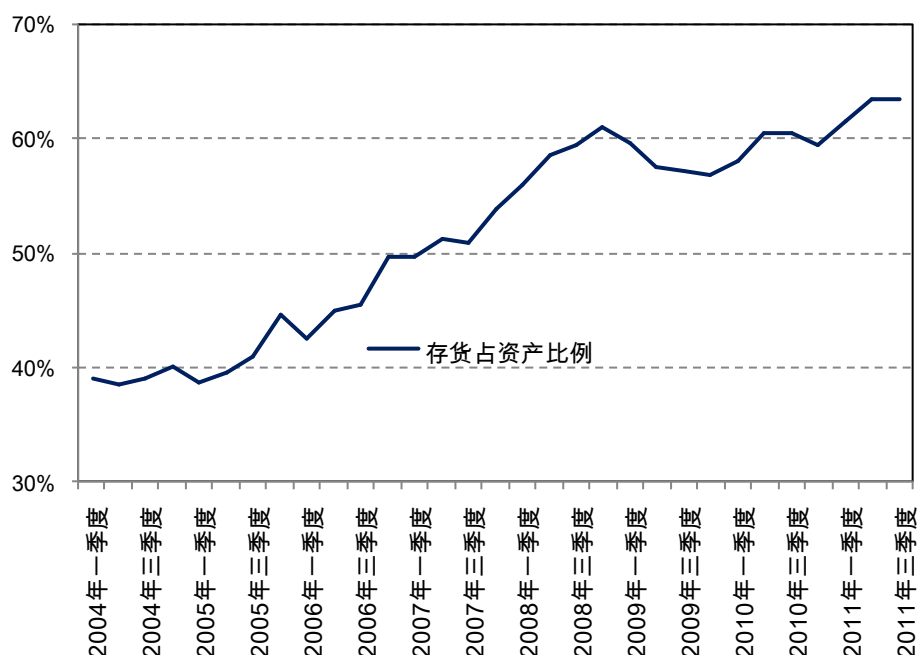


数据来源: wind 资讯; 湘财证券研究所

的投资项目, 若在建、续建项目在未来两个月的重新复工并在今年内完工, 有望对未来两个月投资增速的平均贡献率在 0.7 个百分点左右。

另一方面, 房地产市场预期的改变将加速房地产去库存化速度, 短期拉动消费, 未来促进房地产投资增速回升。

图表 7: 上市房地产企业存货占资产的比重 (%)

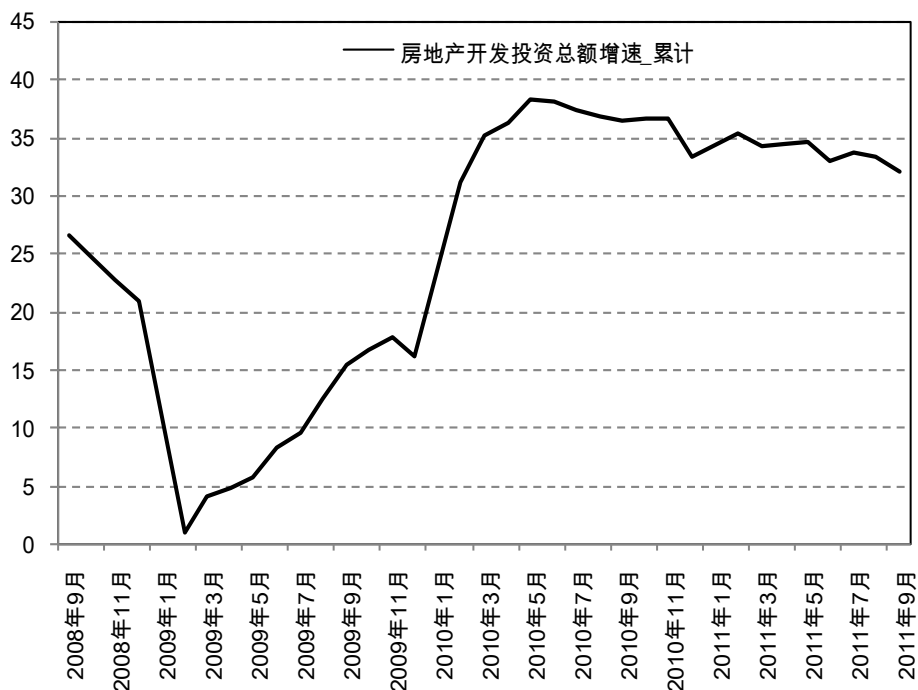


数据来源：wind 资讯；湘财证券研究所

我们认为房地产市场预期的改变，主要来自于住建部部长姜伟新对限购政策的表述。姜伟新表示，房地产限购是临时性的行政措施，而且未来政府的保障性住房在十二五之后将逐渐转向货币补贴。姜伟新的表态对市场预期的影响体现在，未来限购将逐步取消，而且十二五之后非市场的住房供给将减少。在以上调控思路与背景下，目前房地产市场价格松动，都将视为购买房地产的较好机会，都会刺激刚性需求的释放，进而推动房地产市场成交的回暖。根据已经披露三季报房地产企业的数据，目前房地产库存占房地产企业资产的比例为 63.4%，和中期持平，但房地产存货由上半年的 10626.34 亿元下降到前三季度的 9412.56 亿元，房地产开始进入去库存的阶段。基于以上我们的判断，我们认为，随着房地产市场预期的改变，将加快房地产企业去库存的进度，加快房地产企业的资金回流，推动房地产购地及投资的回暖。

一旦房地产销售出现回暖，从受益的角度来看，首先将促进消费的提升，

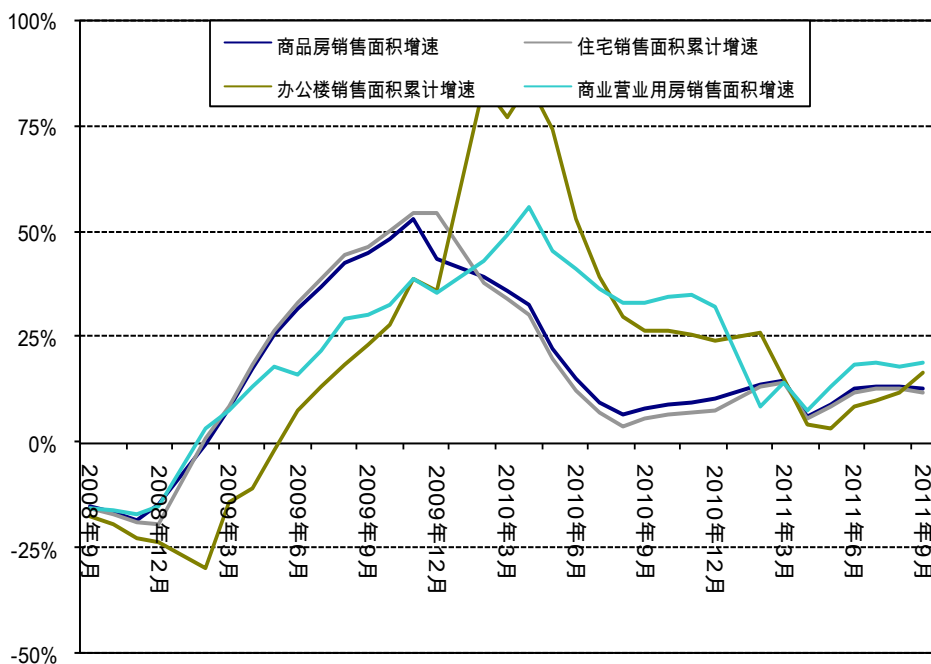
图表 8：房地产开发投资增速 (%)



数据来源：wind 资讯；湘财证券研究所

家电、家居、装修材料、汽车等消费有有力拉动。其次，房地产企业资金面的逐渐宽裕及房地产库存去化速度的加快，将加大房地产企业购地的速度，进而启动未来房地产开发投资的扩张，

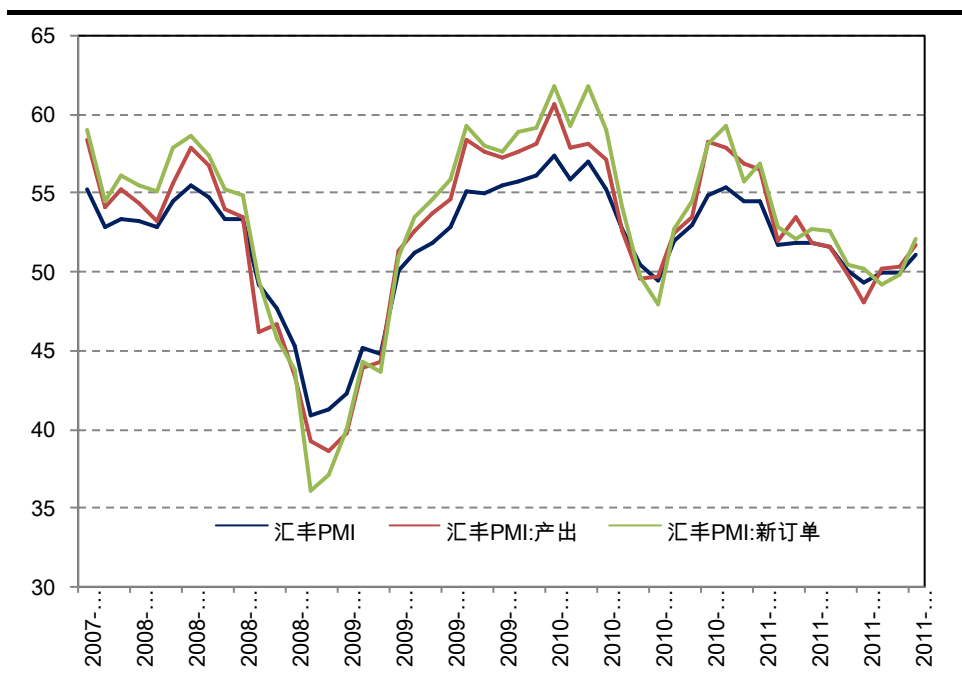
图表 9：分类型房地产销售面积增速 (%)



数据来源：wind 资讯；湘财证券研究所

2.2 工业景气有望再次扩张

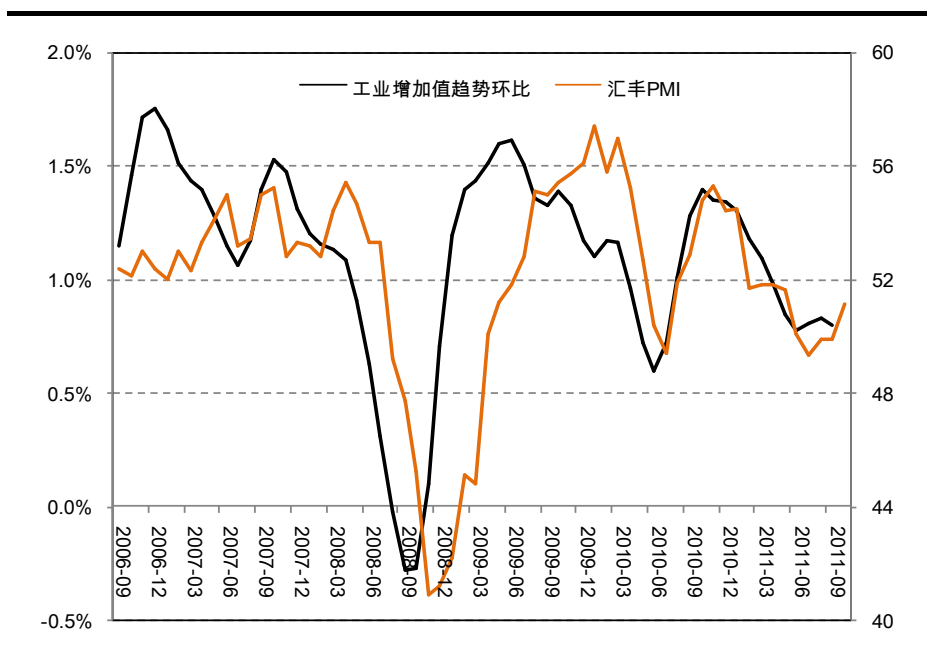
图表 10：汇丰制造业景气指数重回扩张区间



数据来源：wind 资讯；湘财证券研究所

10 月汇丰制造业采购经理人指数显示，中国制造业景气再度进入扩张区间。10 月汇丰采购经理人指数为 51.1，比上月提高 0.2 个百分点，三个

图表 11：工业增加值趋势环比与 PMI 保持趋势一致性



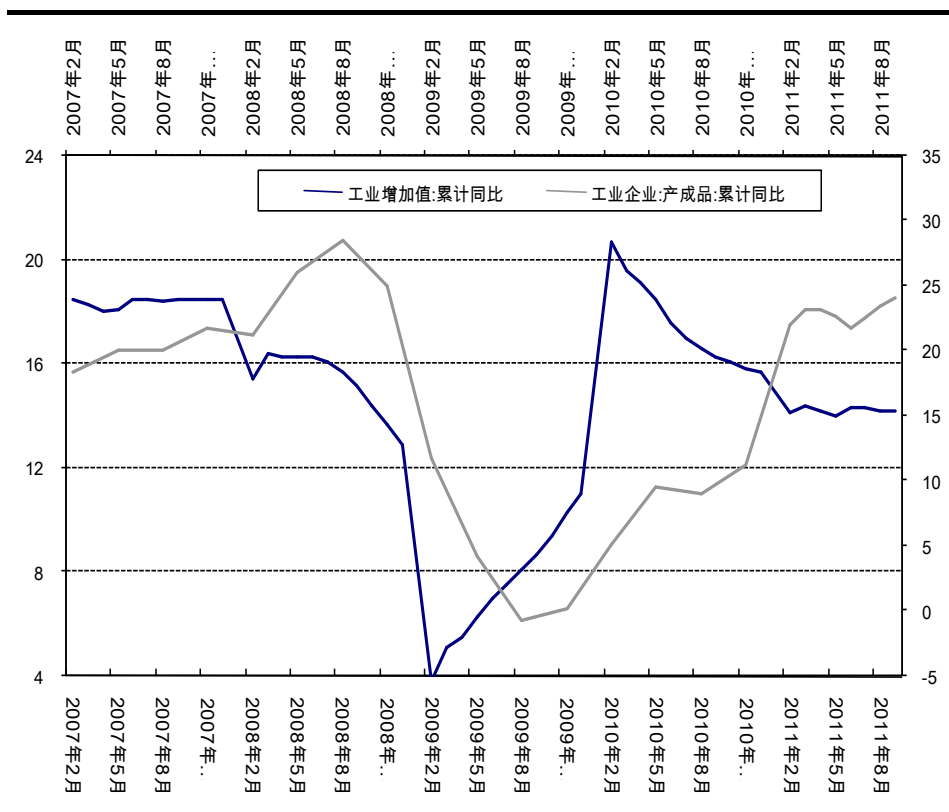
数据来源：wind 资讯；湘财证券研究所

月后重回扩张区间。10 月汇丰采购经理人指数的扩张，主要受到产出及新订单指数的大幅提高的推动，10 月产出指数从 9 月的 50.3 上升到 10 月的 51.7 上升了 1.3 个百分点；新订单指数从 9 月的 49.8 上升到 10 月的 52.1，

上升了 2.3 个百分点。

制造业景气的提升意味着工业生产景气的环比提升。我们的研究发现，工业增加值趋势的环比与汇丰 Pmi 存在趋势上的一致性。随着制造业景气的提升，工业生产也有望获得景气的提升。

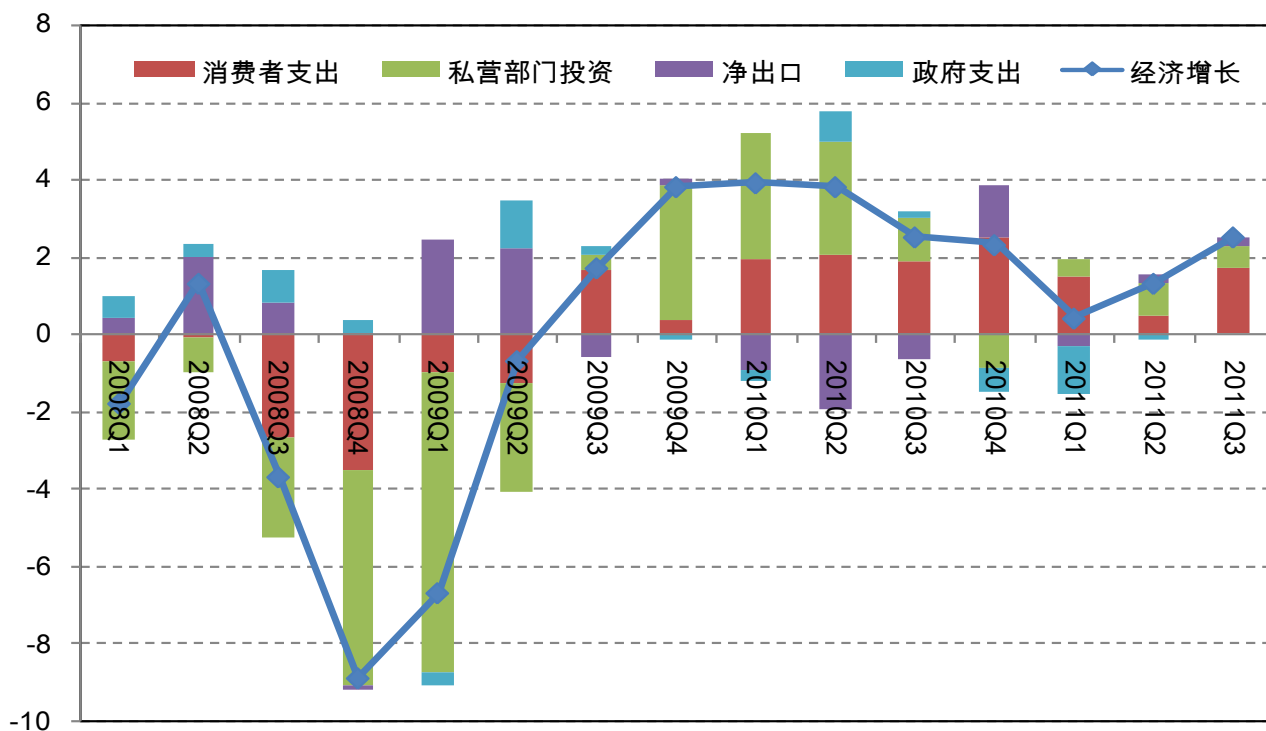
图表 12：工业库存水平不断提高（%）



数据来源：wind 资讯；湘财证券研究所

从库存周期的角度来看，我们认为不断攀升的库存水平不会对生产的景气形成抑制。一方面，如上所述，我们认为国内的需求有望筑底企稳，国内需求的回升有望减轻工业企业库存资金占用的力度，保证生产的稳步进行。另一方面，美国第三季度开始的缓慢复苏有助于中国工业库存的去化速度。从美国来看，美国第三季度经济增长达到了今年以来的新高，环比折年率为 2.5%，其中美国消费者支出贡献了 1.72 个百分点，达到了今年以来的最高增长速度。随着美国经济的缓慢复苏，中国出口特别是对美国的增速有望企稳，而且随着美国圣诞节假期的到来，美国经济即将进入消费的旺季，从而为中国的出口创造了较为良好的外部环境。

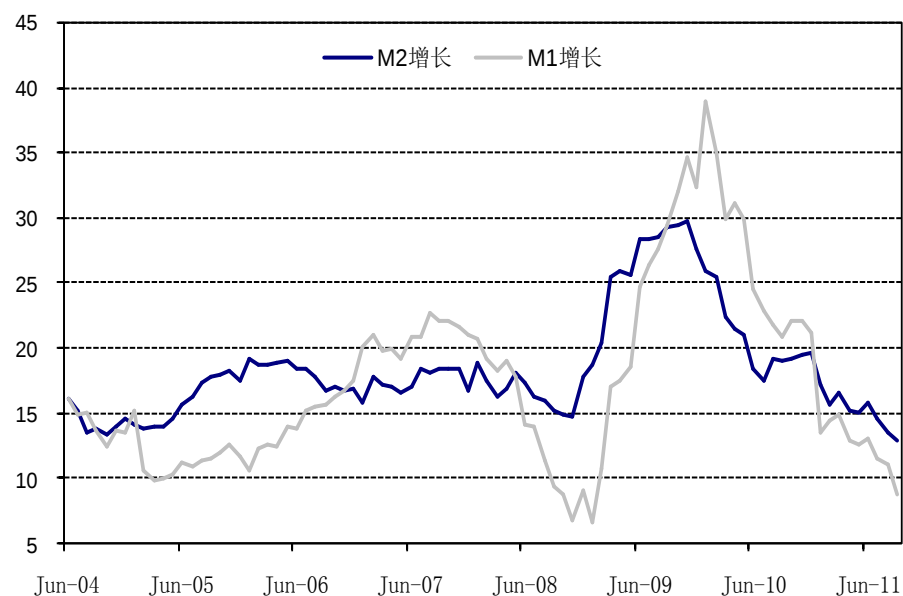
图表 13：美国经济增长分支出项目贡献（%）



数据来源：CEIC；湘财证券研究所

3.流动性有望迎来“拐点”

图表 14：货币供给增速接近 2008 年以来的新低



数据来源：央行；湘财证券研究所

从前 9 月份的货币供给来看，前 9 月货币供给 M2、M1 分别为 13% 和 8.9%，分别创出或接近 2008 年以来的新低。我们认为，随着政策基调转向微调，我们认为流动性有望迎来“拐点”。

首先，基于温家宝总理在提出政策微调时提出的“保持信贷合理增长”的表述进行匡算，我们估计未来两个月的货币供给增速有望达到 15% 左右的水平。我们匡算的重要假设基础是央行统计司盛洪清在一个经济论坛上提出，全年合理的社会融资规模保持在 14 万亿左右的规模。在第四季度外汇占款规模在 8000 亿左右的情况下，第四季度每月平均新增贷款的规模在 6200 左右，对应的广义货币供给增速在 15% 左右。

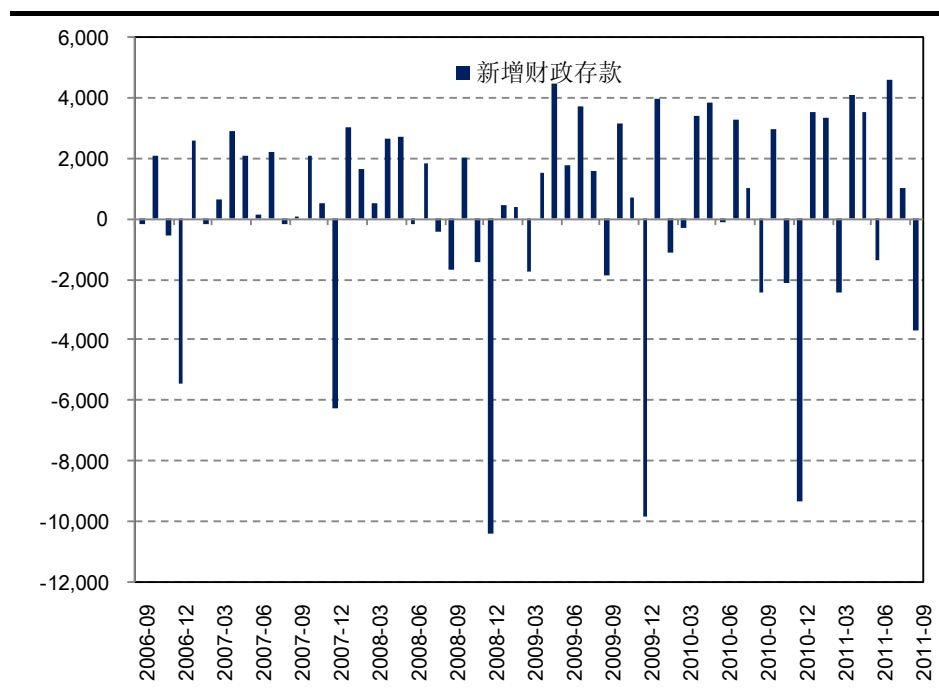
图表 15：第四季度平均新增信贷规模的敏感性测算

M2增速/第四季度外汇占款	13%	13.50%	14%	14.50%	15%	15.50%	16%
7000	1809.45	2984.48	4159.52	5334.55	6509.58	7684.62	8859.65
7500	1642.78	2817.82	3992.85	5167.88	6342.92	7517.95	8692.98
8000	1476.12	2651.15	3826.18	5001.22	6176.25	7351.28	8526.32
8500	1309.45	2484.48	3659.52	4834.55	6009.58	7184.62	8359.65
9000	1142.78	2317.82	3492.85	4667.88	5842.92	7017.95	8192.98
9500	976.12	2151.15	3326.18	4501.22	5676.25	6851.28	8026.32

资料来源：湘财证券研究所

其次，从季节性因素来看，我们以上的测算也可以得到这方面的支持。

图表 16：每年第四季度均是财政存款大幅减少的时期

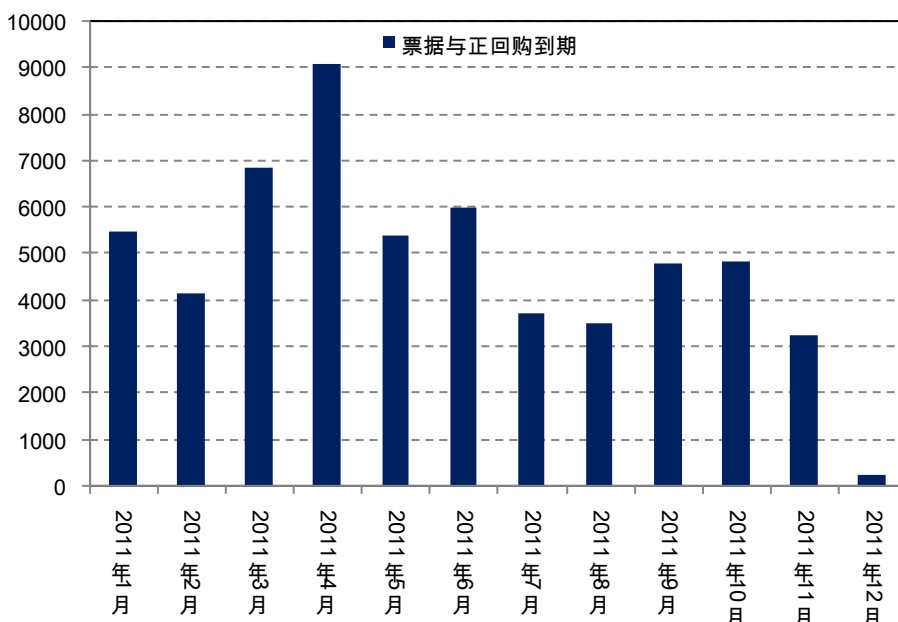


数据来源：央行；湘财证券研究所

从历年的经验来看，每年的第四季度均是财政存款大幅减少的时期。在今年第四季度逐步启动的政策微调的基调下，以及政府强调采取更加积极的财政政策的背景下，我们认为今年第四季度财政存款的减少将对货币供给形成“倍增器”：一方面，财政存款的减少，将增加基础货币的投放，考虑到2010年第四季度财政存款的减少为8000多亿的规模，我们估计今年的财政支出规模的加大导致今年的财政存款减少也不低于8000亿的水平。另一方面，政策微调的基调或将在一定程度上支持货币乘数的稳定或提高。

最后，从到期票据和正回购的资金规模来看，今年第四季度票据与正回

图表 17：今年第四季度票据与正回购到期资金大幅下降（亿元）

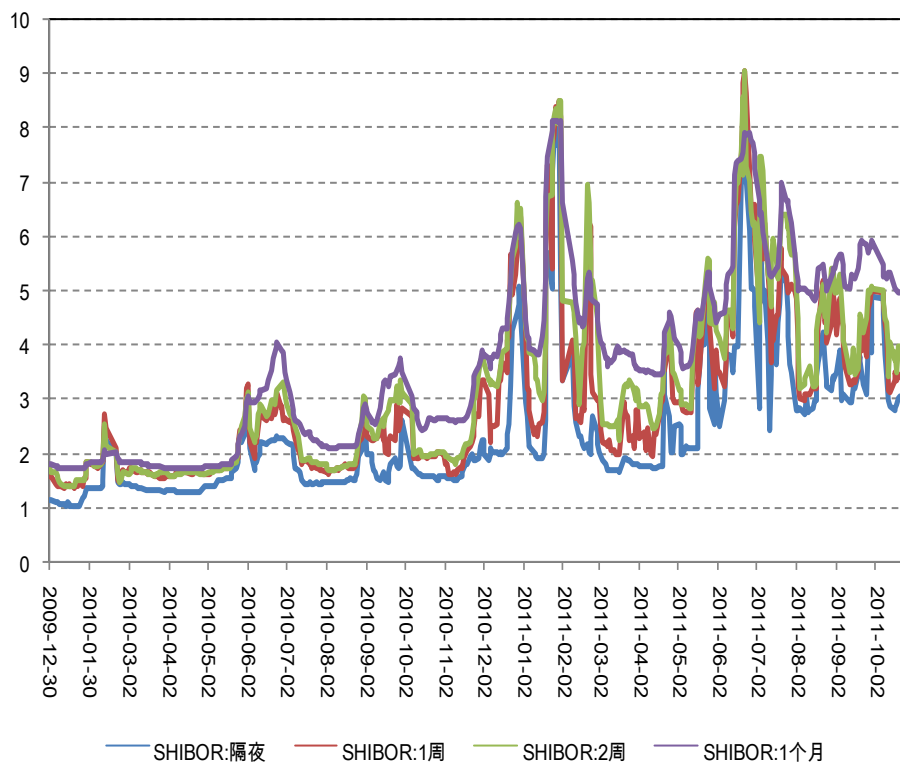


数据来源：wind 资讯；湘财证券研究所

购到期规模急剧下降，11 月份为 3250 亿元，12 月份仅为 250 亿元。虽然 11、12 两个月份到期资金规模偏小有可能加剧货币市场资金偏紧，但是我们认为较小的到期资金规模更有助于管理层维持政策微调的基调，而且资金面偏紧会倒逼管理层出台更加积极的货币政策。

近期我们也关注到货币市场资金供需状况依然偏紧，隔夜拆解利率为 4.89%，创 9 月底以来的新高。正如我们在上述中的分析，第四季度能否形成流动性“拐点”，更大程度上取决于管理层对政策微调的力度把握及第四季度出口市场的状况。

图表 18：近期货币市场利率再创新高



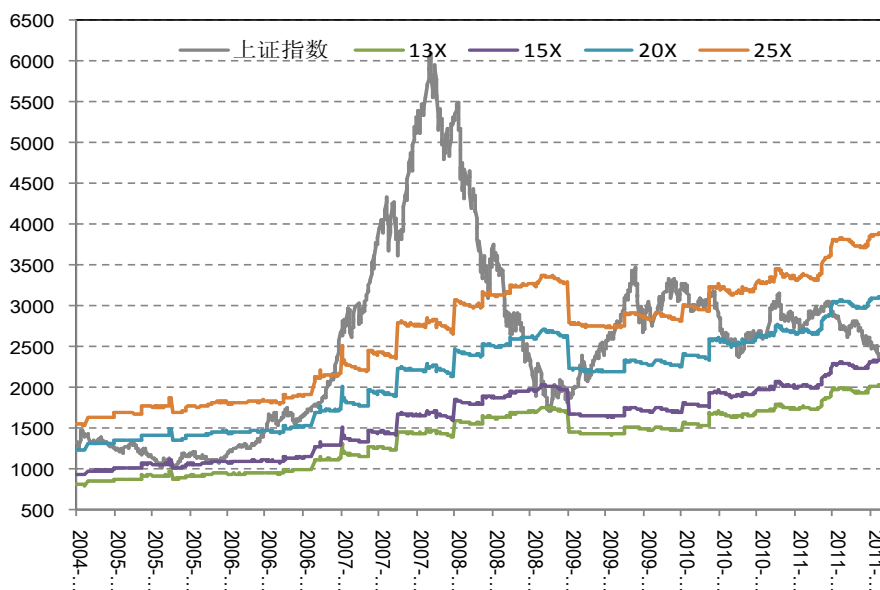
数据来源: wind 资讯; 湘财证券研究所

4. 周期性板块修复推动市场反弹

4.1 市场有望延续反弹

我们在下半年投资策略报告《等待拐点》中提出, 通胀观点决定政策拐点, 政策的拐点决定了流动性的观点。从目前来看, 通胀观点、政策的观点已经形成。按照我们上文的分析, 我们认为流动性的观点有望在第四季度形成。以上是支撑我们认为本轮市场反弹的逻辑基础。此外, 从市场本身的估

图表 19: 上证指数运行在 15 倍估值区间范围内



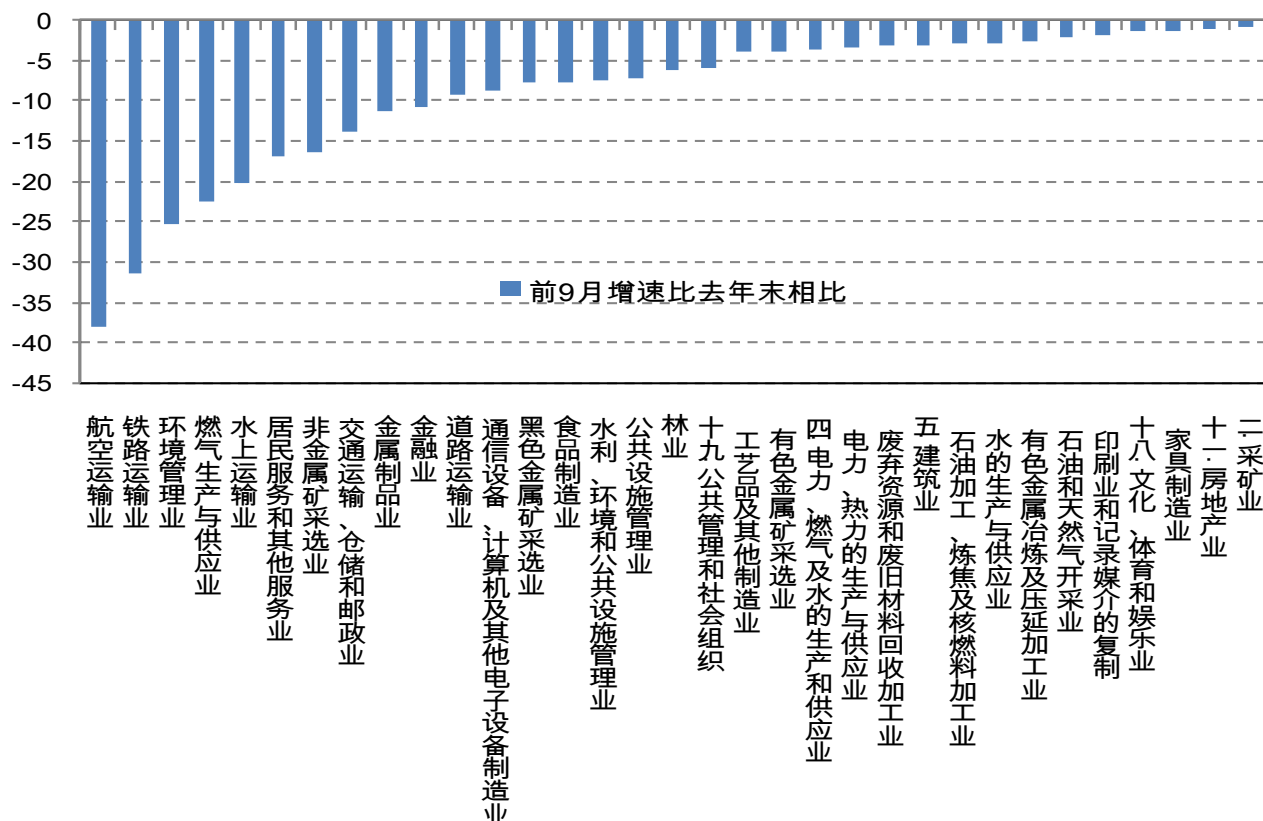
数据来源：wind 资讯；湘财证券研究所

值和价格水平来看，目前市场整体估值在 15 倍左右，上证指数 2473 点对应 2008 年 1475 点左右的水平，因此，无论从估值和价格水平的角度，都有望支持市场延续反弹的行情。

此外，从外围市场环境来看，随着欧盟就欧债危机解决方案达成一致，影响外围市场乃至全球经济的重要风险因素有望消除，全球市场乃至经济有望企稳反弹，也为 A 股市场的反弹创造了良好的外部经济与市场环境。

4.2 行业配置重点配置周期性行业

图表 20：分行业前 9 月投资增速相比去年增速的差 (%)

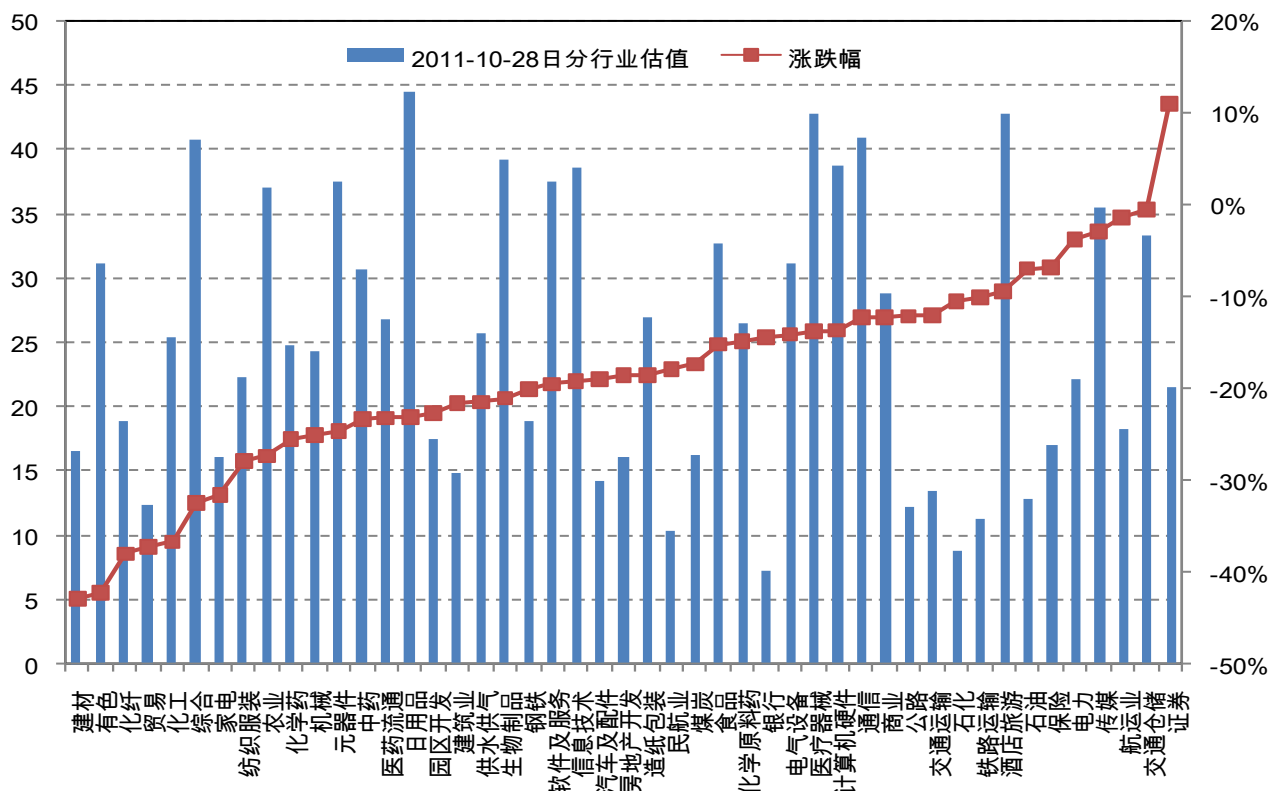


数据来源：wind 资讯；湘财证券研究所

从市场反弹的节奏来看，我们认为周期性板块有望成为市场反弹的中枢力量。首先，从政策基调来看，政策微调的对象主要针对在建、续建项目工程，这些项目工程的启动对周期性行业影响最大，反映在市场上，对相关板块的推动也最大。其次，从具体行业来看，在今年宏观调控的背景下，基础设施行业投资受到的冲击最大，航空运输业投资前 9 月相对去年下降 35 个百分点，铁路运输业投资相对去年末增速下降 30 个百分点。这些行业作为政策微调乃至信贷倾斜的重点，有望在第四季度推动相关板块的上行。最后，从市场来看，自今年 7 月 14 日以来，建材、有色行业估值下跌的幅度超过 40%，化工、化纤、家电估值下跌的幅度达到了 30% 以上，随着这些行业的景气有望在正常微调下受益，这些行业有望成为推动市场反弹的重点。

综合以上及前文的分析，我们认为，从投资机会的角度，建议关注证券、银行、保险、地产、建材、家电、汽车、化工等行业。

图表 21：7 月 14 日以来分行业估值涨跌幅 (%)



数据来源: wind 资讯; 湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。

在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。