

2011年11月投资策略

——最坏时刻过去，犹疑中前行

广发策略研究小组

林鲁东 分析师

电话: 020-87555888-8696

Email: lld2@gf.com.cn

执业编号: S0260511080002

张海波 分析师

电话: 020-87555888-8337

Email: zhb@gf.com.cn

执业编号: S0260511010013

郑文琦 分析师

电话: 021-68826753

Email: zwq5@gf.com.cn

执业编号: 0260511070002

一、流动性最坏的时刻或已过去

从宏观流动性看，M2-GDP-CPI增降到-2.2%，M1同比增速下降到8.9%，进一步恶化的空间基本没有了。与之对应，资金价格出现回落，符合我们的预期，表现为票据贴现利率高位回落，央票收益率回落，央票一二级市场利率倒挂逐渐消除。

二、政策微调引导市场预期，更关注经济中长期增长动力

政策微调不仅意味着“政策放松—市场上涨”，我们认为：（1）政策意在引导市场预期，前瞻性、透明度和可信度提高可增强政策有效性；

（2）开始强调供给方，更注重培育中长期增长动力，政策如逐步兑现，对中国经济长期前景可以更乐观；（3）短期而言，微调政策预计将持续推出落实，市场将继续给予正面的反映。

三、反弹中仍应有一些清醒的认识

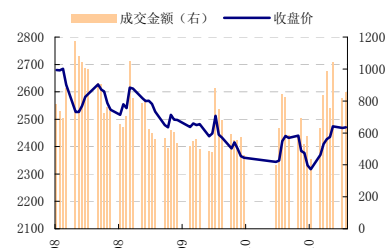
（1）未来两个季度，经济通胀双降，经济处在衰退阶段，A股在历史上的3衰退周期中都表现为下跌；（2）微调和放松预期到货币政策的实质放松（如信贷放松、准备金率下调）的时滞可能较长，基本面持续可能使情绪再度悲观。（3）盈利下调风险仍有待进一步释放。

四、市场观点和配置建议

我们对11月市场环境判断如下：（1）经济增速继续温和下滑，通胀回落；（2）名义GDP增速回落使流动性相对好转，资金价格延续下滑趋势；（3）政策微调有望继续推出，注重中长期增长动力培育；（4）三季报披露后，盈利调整处在平静期；（5）欧债问题短期加重担忧情绪。

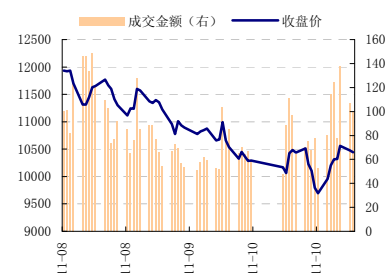
我们认为流动性最坏的时刻很可能已经过去，A股市场在短期震荡之后仍将延续反弹。配置方面，资金价格回落带来债券市场相对确定的机会；行业配置建议：加仓大金融，持有大消费。风格偏向价值、大盘。重点增加银行、券商和地产的配置比例；弹性角度可适当关注煤炭；投资端中相对看好设备投资相关的通信设备；消费类反弹中跑输大盘是正常现象，从中期配置的角度看，建议坚定持有。（参见11月行业配置报告《持有消费，积极参与周期博弈》）

上证综指



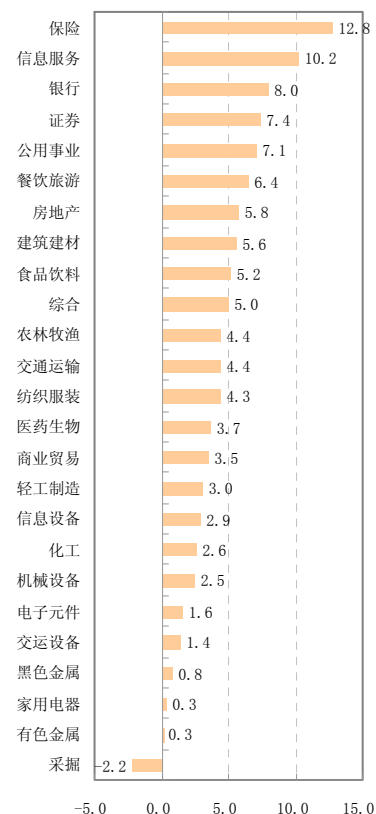
收盘: 2468.25 涨跌幅: 4.62%

深证成指



收盘: 10480.92 涨跌幅: 1.83%

月度行业表现



目录索引

一、 最坏时刻过去	3
二、 政策微调之意	7
三、 反弹还是反转?	9
四、 行业配置之辩	12

图表索引

图 1: M2-GDP-CPI 已经下降到很低的水平	3
图 2: M1 增速同样降至历史低点附近	4
图 3: 票据直贴利率出现回落	4
图 4: 票据转贴利率出现回落	4
图 5: 短期央票收益率开始回落	5
图 6: 长期央票收益率开始回落	5
图 7: 1 年期央票一二级市场利率倒挂已经消除	5
图 8: 3 年期央票一二级市场利率倒挂已经消除	5
图 9: 国债收益率利差见底回升	5
图 10: 长短期国债收益率均下行, 短端降幅更大	5
图 11: 存货周转天数显示高库存未得到明显改善	6
图 12: 现金流季节性回升, 但仍在低位	6
图 13: GDP+CPI 与 M2 增速	9
图 14: GDP+CPI 与数量和价格工具	9
图 15: 近期各市场盈利下调明显	11
图 16: 中报和三季报披露期是下调风险集中释放时段	11
图 17: 行业 PE 分位数比较	12
图 18: 行业 PB 分位数比较	12
图 19: 汽车 09-10 年产销量增速惊人	13
图 20: 2010 年同样是家电产量增速高峰	13
表 1: 近期政策层面的积极信号	7
表 2: 经济周期中的市场表现	9
表 3: 业绩增速与 2011 年一致预期比较	10

我们对11月市场环境判断如下：（1）经济增速继续温和下滑，通胀回落；（2）名义GDP增速回落使流动性相对缓慢好转，资金价格延续下滑趋势；（3）政策微调有望继续推出，更加注重促进中长期增长动力；（4）三季报披露后，11月处于盈利调整的平静期；（5）欧债问题再次加重担忧情绪。

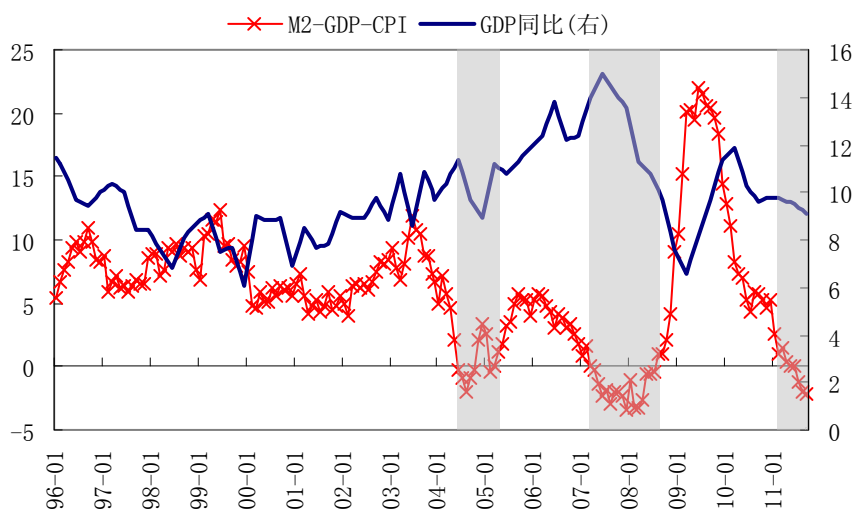
我们认为流动性最坏的时刻很可能已经过去，A股市场在短期震荡之后仍将延续反弹。配置方面，资金价格回落带来债券市场相对确定的机会；行业配置建议：加仓大金融，持有大消费。在风格上，偏向价值、大盘。重点增加银行、券商和地产的配置比例；弹性角度可适当关注煤炭；投资端中相对看好设备投资相关的通信设备；消费类反弹中跑输大盘是正常现象，从中期配置的角度看，建议坚定持有。

一、最坏时刻过去

在四季度投资策略中（参见《徐图缓进》）我们提出：两方面力量的对决将决定四季度的市场走势：向下压力来自盈利下调；向上希望来自通胀回落落后资金成本的下降。我们判断市场处在底部，继续向下空间十分有限，并建议投资者“徐图缓进”，在底部中积极布局，适当增加地产龙头和银行股的配置比例，为资金价格回落带来的反弹行情做准备。四季度策略提出的思路和逻辑逐步得到市场的验证。

目前，流动性最坏的时刻已经过去，未来宏观流动性仍将逐步改善，并使资金价格继续回落。

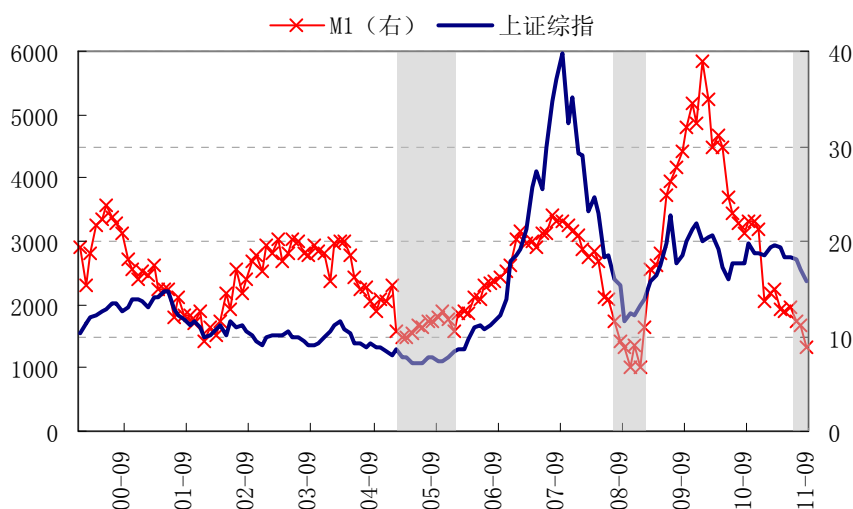
图1：M2-GDP-CPI已经下降到很低的水平



数据来源：Wind，CEIC，广发证券发展研究中心

从宏观流动性来看，最坏的时刻或许已经过去。（1）M2-GDP-CPI，9月增速下降到-2.2%，历史上这一指标进一步下降的概率只有3.7%，只在2007年后的经济危机中，这一指标才下降到更低的水平；（2）9月M1同比增速下降到了8.9%，进一步下降的概率只有2.5%，同样也只有在上轮经济危急中，M1增速才会降得更低。总的来说，宏观流动性进一步恶化的空间，基本没有了。

图2：M1增速同样降至历史低点附近



数据来源：Wind，CEIC，广发证券发展研究中心

与之对应，资金价格也出现了回落的迹象。（1）票据贴现利率高位回落，实体经济资金高度紧张有所缓解；（2）央票收益率整体回落，央票一二级市场利率倒挂缓解（1、3年期央票倒挂完全消除），央票发行难度将大大降低。

图3：票据直贴利率出现回落

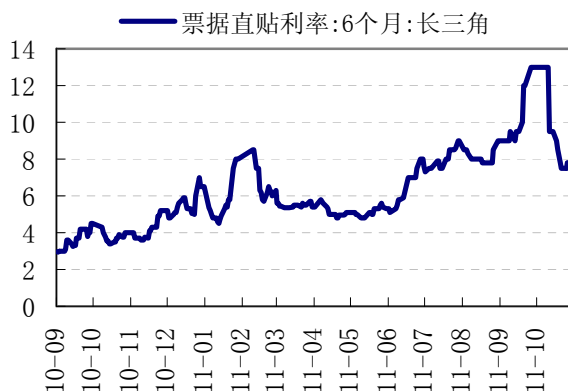
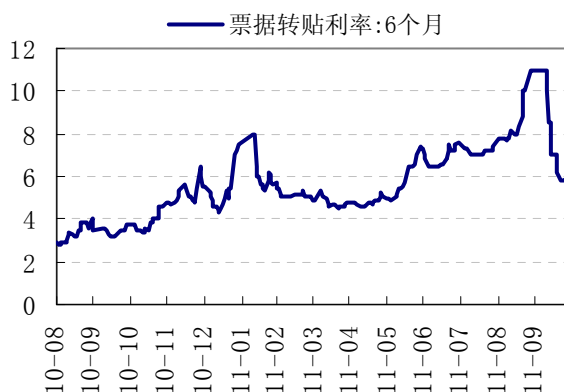


图4：票据转贴利率出现回落



数据来源：Wind，CEIC，广发证券发展研究中心

图5：短期央票收益率开始回落

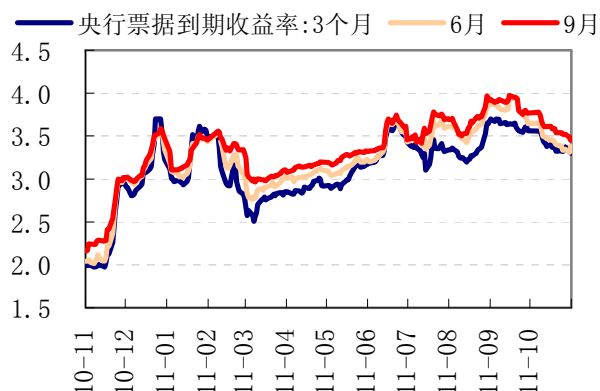
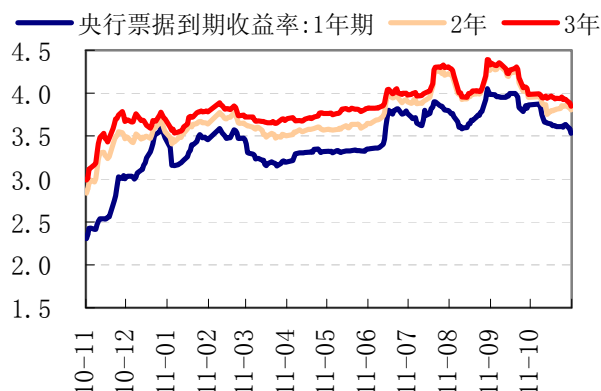


图6：长期央票收益率开始回落



数据来源：Wind，CEIC，广发证券发展研究中心

图7：1年期央票一二级市场利率倒挂已经消除

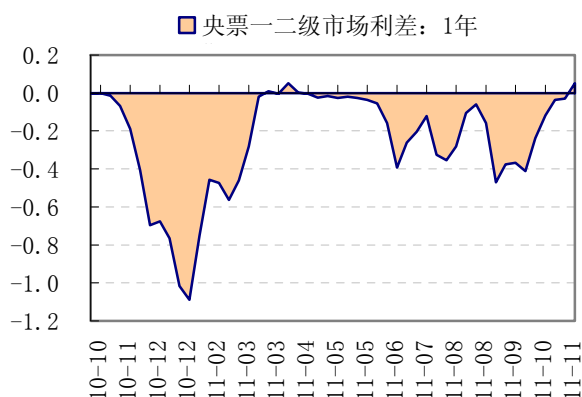
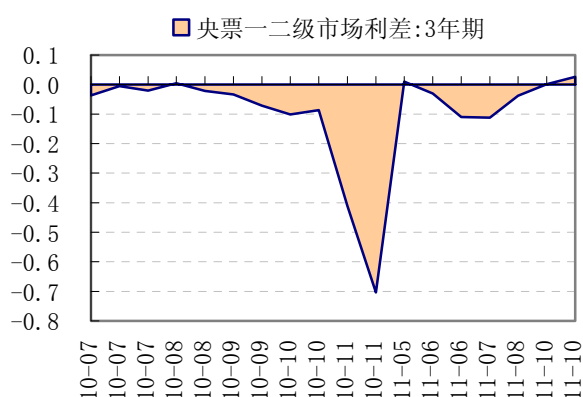


图8：3年期央票一二级市场利率倒挂已经消除



数据来源：Wind，CEIC，广发证券发展研究中心

图9：国债收益率利差见底回升

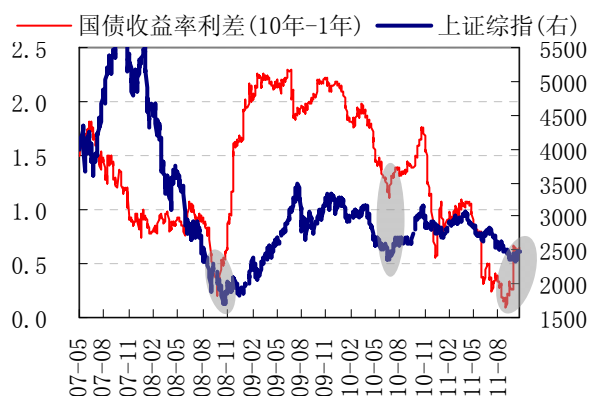
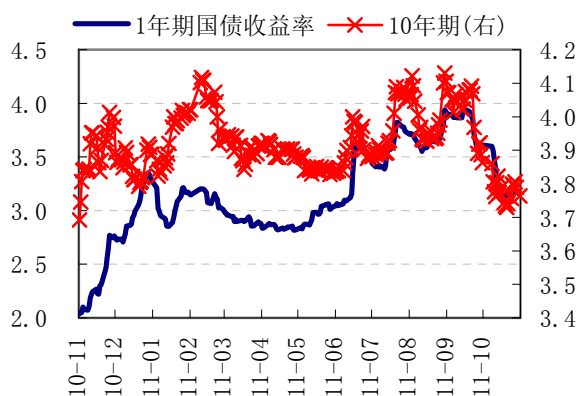


图10：长短期国债收益率均下行，短端降幅更大



数据来源：Wind，CEIC，广发证券发展研究中心

我们最关注的指标之一：国债收益率利差，从底部开始回升。目前利差上升的原因是国债长短期收益率都有所下降，但短端收益率下降的幅度更大。根据我们对长短期利率的理解，可以认为这表明企业对长期资金需求下降，同时短期流动性资金需求也有所下降。未来，可以预期长期资金需求将随复苏回升，同时通胀继续回落短期资金面宽松，国债利差仍有上升空间。

微观层面看，企业需要通过降低库存来减少对短期资金的占用。三季报显示企业存货水平仍在高位，现金流季节性回升，但处于较低的水平。在需求短期没有好转的情况下，企业需要通过降低库存来减少对短期资金的占用。具体来说，前三季度库存周转天数比上半年微幅下降，库存相对水平没有进一步升高；经营现金流在收入中的占比季节性回升，但与历史上的三季度相比，处于最低的水平，企业现金流仍然紧张。

图11：存货周转天数显示高库存未得到明显改善

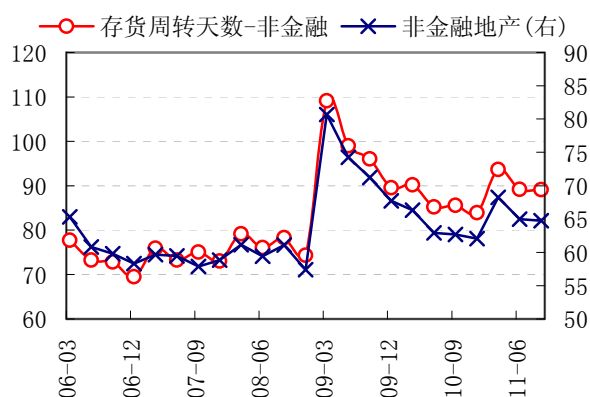
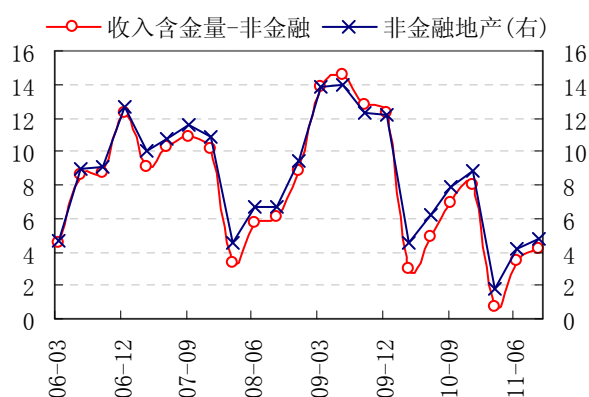


图12：现金流季节性回升，但仍在低位



数据来源：Wind, CEIC, 广发证券发展研究中心

前瞻地看，可以预期：（1）M2-GDP-CPI衡量的宏观流动性将逐步改善；（2）由于宏观流动性的改善，资金价格有更全面的回落；（3）微观层面企业将通过降低库存减少流动资金的占用，实现流动性的改善。

二、政策微调之意

近期政策层面出现许多积极信号（尤其是温总理关于政策预调微调的表态），政策积极信号在促使市场情绪好转之外，还有更深的含义。我们试图解读如下。

（1）预调微调体现了政策的前瞻性，也体现了政策目标的灵活调整，预调微调的表态实际上说明，货币政策中保增长的权重正在上升，而控通胀的权重有所下降。

（2）更重要的是，近期政策更加强调中长期经济动力的培育。微调侧重结构性减税和对中小企业的信贷支持，我们一直强调，上一轮危机后的政策实践似乎表明，只有供给端的政策才能促使经济形成长期增长的动力，因此如果减税等供给方政策得到切实逻辑，有理由对中国经济的中长期前景更乐观。

表1：近期政策层面的积极信号

日期	内容
10.19	铁道部债券成为“政府支持债券”
10.20	3 年期央票发行利率下降 1 个基点
10.21	沪浙粤深获国务院批准，试点自行发地方债
	水利部：推动中央加快水利改革发展决定的落实
10.25	温总理在津调研时表示，应适时适度对经济政策进行预调微调
	三部委联合发布《关于十二五时期做好扩大消费工作的意见》，刺激消费
10.26	国务院常务会议决定明年启动营业税改增值税试点
	住建部表示住房限购不得已，信息系统完善后将取消
11.01	上调增值税和营业税起征点，支持小微企业发展，减轻小微企业税负
11.01	报道称，铁道部将获逾 2000 亿融资支持，确保其资金偿付和重点项目的推进

数据来源：互联网，广发证券发展研究中心

（3）政策微调体现管理层引导市场预期的意图，提高了政策的透明度和可信度，从而可提高政策的有效性。如张鹤等（2009）的研究就表明，中国货币政策透明度的提高有利于反通胀¹。6月份以来，可以发现政策在引导市场预期方面不断改善，显著的例子如6月底温总理撰文表示中国通胀可控，7

¹ 张鹤等，2009，货币政策透明度与反通货膨胀，《经济研究》，第7期。

月初明确表示猪肉价格未来几个月下降，现在这些预期正在成为现实。

综上，近期政策层面的积极信号体现在：开始强调供给方，更注重培育中长期增长动力；前瞻性、透明度和可信度提高。另外，由于政策可信度的提高，微调政策后续预计将逐步推出落实，从而市场将继续给予正面的反映。

三、反弹还是反转？

市场是反弹还是反转？我们倾向于反弹。

第一，未来两个季度，经济增速和通胀双降，经济仍处在衰退阶段，从A股市场的历史表明，衰退周期中，市场表现比其他阶段要差。

表2：经济周期中的市场表现

周期	时间	市场表现	时间	市场表现	时间	市场表现	时间	市场表现
复苏	98.5-99.5	-8.3	01.12-02.5	-12.5	05.4-06.3	12.6	08.12-09.7	108.0
过热	99.6-00.8	66.5	02.6-03.12	-16.5	06.4-07.11	344.1	09.8-09.11	-0.8
滞涨	00.9-01.5	5.2	04.1-04.8	-10.4	07.12-08.4	-12.7	09.12-11.7	-5.6
衰退	01.6-01.11	-21.2	04.9-05.3	-12.4	08.5-08.11	-52.2	11.8-	-12.9

注：最近一轮衰退周期统计的是2011年8-9月两个月的市场表现

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

第二，政策微调 and 放松预期到货币政策的实质放松（如信贷放松、准备金率下调）之间的时滞可能较长。当前的微调政策更加注重的是经济长期增长动力的培育，在促进短期增长方面的效果可能并不明显，因此可能出现这样的状况，政策微调对市场预期改善的边际刺激效应递减，而基本面的下滑依旧，从而情绪再度陷入悲观。

图13：GDP+CPI与M2增速

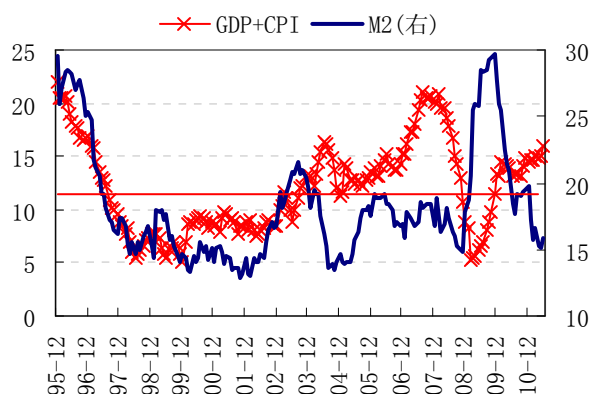
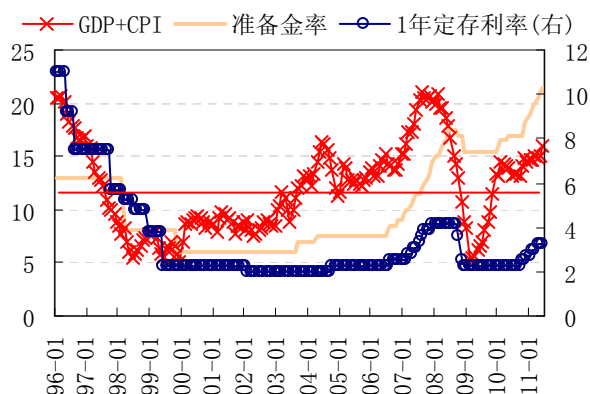


图14：GDP+CPI与数量和价格工具



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

根据我们总结的货币政策“12法则”（GDP+CPI>12%，政策趋紧，反之趋松；参见《“12法则”——货币政策会放松吗？》）以及广发宏观的经济预期

(2012年三季度CPI同比降至3%以下，GDP同比增长9%)，上述货币政策实质性放松的条件在明年三季度才能达到，因此不应对货币政策实质性放松时间抱以过于乐观的预期（我们预期放松时点出现在明年二季度）。

表3：业绩增速与2011年一致预期比较

盈利增速	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	盈利趋势	2011E	Q3A-11E	是否有下调风险
市场								
上证A股	38.3	25.7	24.0	20.6	↓	23.8	-3.2	
中小板	33.5	29.8	18.4	15.9	↓	30.0	-14.0	有下调风风险
创业板	29.2	36.4	22.1	16.4	↓	46.5	-30.1	有下调风风险
行业								
农林牧渔	34.1	19.2	31.7	32.2	↑	75.3	-43.1	
采掘	35.5	16.1	8.3	9.2	→	10.3	-1.1	
化工	30.4	40.1	27.3	19.8	↓	32.8	-13.1	有下调风风险
黑色金属	191.6	-14.7	-22.4	-15.2	→	12.1	-27.2	有下调风风险
有色金属	158.4	29.8	76.9	82.3	↑	80.9	1.5	
建筑建材	28.6	34.6	34.2	40.7	↑	41.4	-0.7	
机械设备	44.0	54.4	33.3	22.3	↓	32.8	-10.6	有下调风风险
电子	13997.9	23.1	17.2	-3.0	↓	66.2	-69.2	有下调风风险
交运设备	69.8	29.1	12.3	5.9	↓	17.7	-11.8	有下调风风险
信息设备	19.4	3.0	12.0	4.9	→	26.1	-21.2	有下调风风险
家用电器	46.5	44.4	34.4	27.6	↓	30.7	-3.2	
食品饮料	29.6	41.8	41.6	39.0	→	41.8	-2.8	
纺织服装	45.2	101.1	73.1	53.7	↓	20.5	33.2	
轻工制造	2.8	49.9	64.1	38.1	↓	33.0	5.1	
医药生物	16.9	20.3	20.8	17.7	↓	38.0	-20.3	有下调风风险
公用事业	18.4	-21.7	5.3	-11.1	→	1.8	-13.0	有下调风风险
交通运输	234.0	0.9	-16.5	-22.3	↓	-16.8	-5.5	
房地产	28.9	-3.0	14.2	16.9	↑	31.1	-14.3	
金融服务	29.8	28.6	30.5	27.0	→	24.6	2.4	
商业贸易	35.1	34.2	33.3	35.4	→	42.9	-7.5	
餐饮旅游	30.4	14.6	25.1	29.0	↑	45.2	-16.2	
信息服务	13.0	15.2	28.6	21.3	→	33.3	-12.0	有下调风风险
综合	92.7	94.1	149.5	166.7	↑	67.0	99.7	

数据来源：Wind，朝阳永续，广发证券发展研究中心

第三，盈利下调风险仍未释放完毕。好消息是随着三季报披露完毕，短期的盈利下调风险已经释放，11月份将是盈利调整的平静期；坏消息是年报披露前后盈利仍会进一步下调。从市场看，中小板，尤其是创业板未来整体盈利下调的风险很大；分行业看，风险集中在中游（钢铁、化工、机械、电子和信息设备），另外包括耐用品中车，必需品中的医药，及服务业中的电力。

图15：近期各市场盈利下调明显

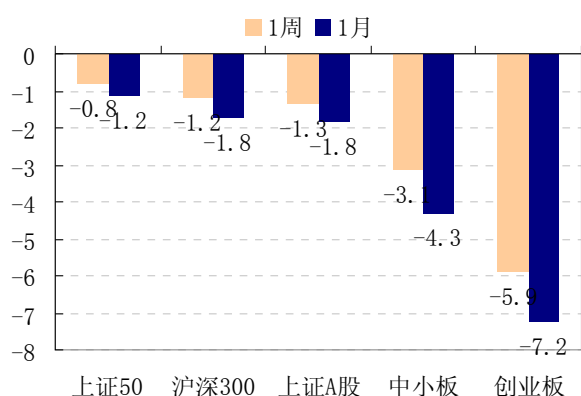
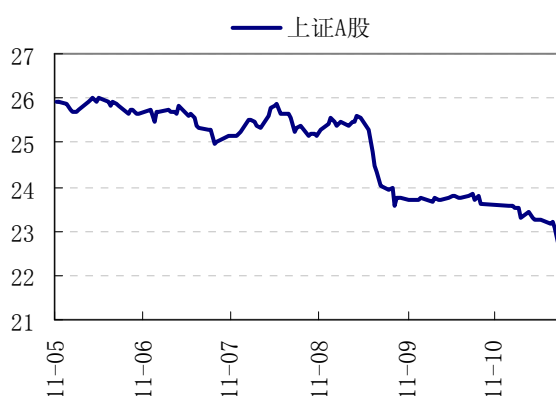


图16：中报和三季报披露期是下调风险集中释放时段

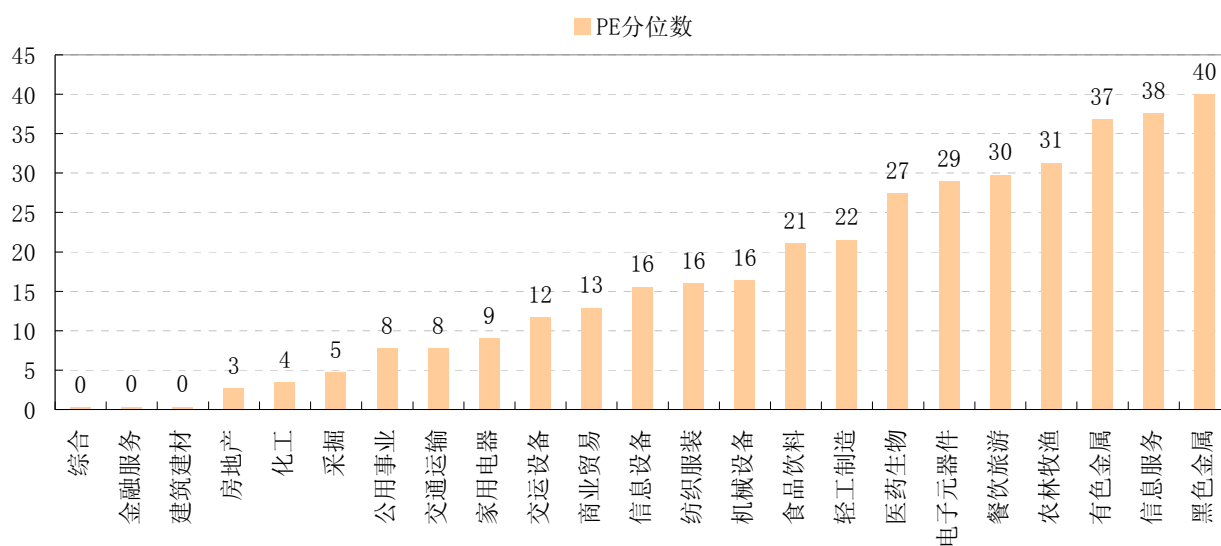


数据来源：Wind，朝阳永续，广发证券发展研究中心

四、行业配置之辩

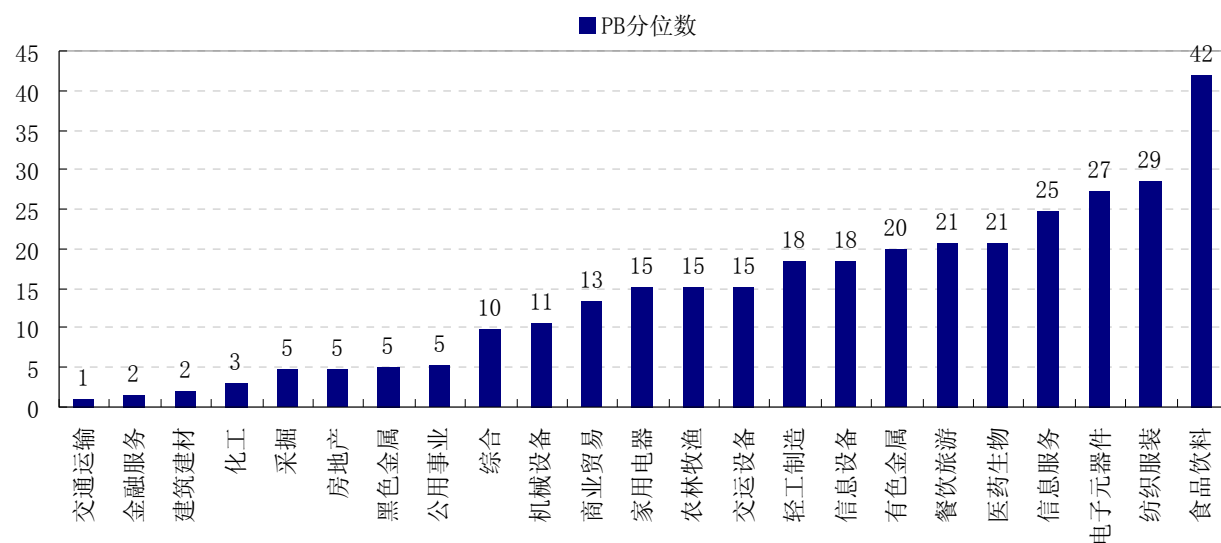
在行业配置上，我们建议：加仓大金融，持有大消费。在风格上，偏向价值、大盘。重点增加银行、券商和地产的配置比例；弹性角度可适当关注煤炭；投资端中相对看好设备投资相关的通信设备；消费类反弹中跑输大盘是正常现象，从中期配置的角度看，建议坚定持有。

图17：行业PE分位数比较



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图18：行业PB分位数比较



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

配置建议主要基于如下逻辑：反弹的动力来自资金成本下降和政策面的积极因素，投资者预期得到改善，既然是预期改善，那受益最大的就是预期最悲观，股价最便宜的行业。随着预期的逐步兑现，业绩逐步改善，上涨的推动力才会转向盈利增长，从而成长股迎来上涨机会。

因此反弹的顺序将是先估值修复，其后才是盈利增长。以中小板和创业板为代表的成长股，未来盈利下调的风险十分巨大，在这一风险释放后介入，可能是更好的选择。

估值修复中，虽然我们整体认为周期股都具有一定的机会，但更偏好金融地产，而不是耐用品和中游投资品。（1）从估值看，地产、金融估值被压抑的最厉害，无论从PE还是PB，均处于或接近历史最低水平。（2）从弹性看，券商、房地产的Beta系数，并不比中游投资品低（参见四季度投资策略《徐图缓进》）。（3）从基本面受益的顺序看，如果政策放松，首先受益的将是房地产销售，其次才带动中游投资品；从政治经济周期的角度看，换届当年一般都是经济和投资增长的低点，预期大量新项目上马与历史经验不符（参见《“12法则”——货币政策会放松吗？》）。（4）汽车家电等耐用品的估值同样较低，但我们担心前两年的政策刺激已经透支了一部分耐用品未来的增长（尤其是汽车）。（5）投资端中，地产投资下滑刚刚开始，基建投资增长动力不足，中期而言，我们对制造业和设备投资相对乐观，投资端相关行业中相对看好通信设备。

图19：汽车09-10年产销增速惊人

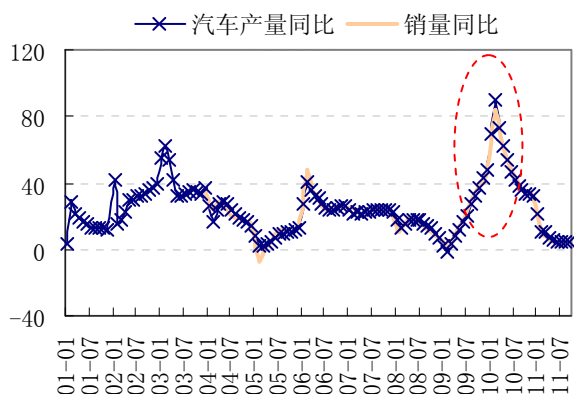
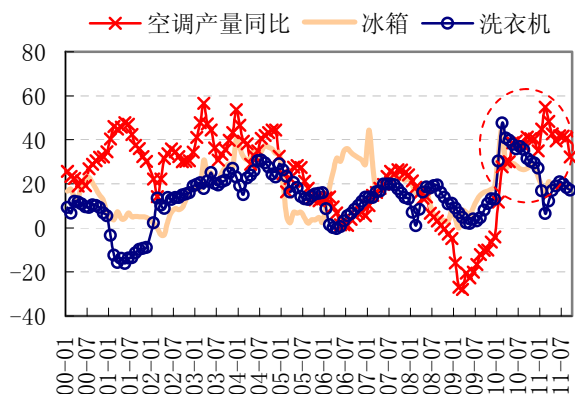


图20：2010年同样是家电产量增速高峰



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

林鲁东，分析师，中山大学岭南学院金融学博士，2009 年加入广发证券发展研究中心。

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

苏舟，分析师，上海交通大学经济学硕士，2009 年入围新财富策略研究最佳分析师（团队），2011 年加入广发证券发展研究中心。

郑文琦，分析师，上海交通大学管理学硕士，曾就职于东方证券研究所，先后从事行业研究及策略研究，2011 年加入广发证券发展研究中心。

向玲瑶，研究助理，中央财经大学金融学硕士，2011 年加入广发证券发展研究中心。联系方式：xly2@gf.com.cn，020-87555888-8086。

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 5 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	020-87555888-8612			

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。