

# 盛衰相继

## ——2010 年中国债券市场投资策略

### 报告关键点：

- 📖 2010年上市公司盈利创历史新高；
- 📖 流动性充裕程度明显下降；
- 📖 指数相对平淡，看好低端消费、低碳经济和资源

### 报告摘要：

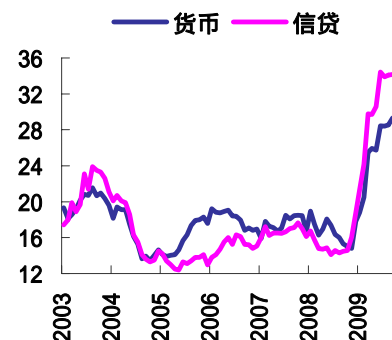
- 全球主要经济体的经济复苏过程均已进入V型右侧。我们预计，基于存货调整和经济主体的适应性预期，2010年全球主要经济体的GDP增速都会触及前期均值，之后出现分化：一部分经济体由于维持原有经济增长的基本经济因素受到根本性破坏，潜在经济增长率下降，经济增速会转入台阶式下降；另一部分经济体经济增长的内生动力并未受到根本性的破坏，经济波动本身只不过是受到外部冲击或者短期的投资、消费以及存货周期的扰动。在短期扰动消失后，复苏迅速转入繁荣周期。
- 当前的证据既不支持我们做出中国经济将转入繁荣周期的判断，也不支持我们做出中国经济增速将出现台阶式下移的判断。从消费、投资和出口三方面进行分析，投资与出口占GDP的比重似乎已经或者正在走过拐点，如果消费不能快速上升，中国经济出现台阶式减速的风险正在加大。
- 2010年上市公司净利润总额和每股盈利创出历史新高没有任何悬念，我们预计上市公司盈利增速在25-30%，其中金融业和受管制行业增速在20-25%，其它行业增速在30-35%左右。但由于劳动生产率的提升速度放缓以及基础原材料价格的上涨，上市公司特别是非金融业ROE水平难以恢复到历史高点。
- 相对于2009年，2010年国内资本市场流动性的充裕程度将明显下降。影响流动性的因素包括：银行资本充足率的限制、货币政策转向、美元反弹以及实体经济的吸引力上升。我们相信其中至少有两个因素会在明年起作用，从而削弱资本市场吸引力。
- 历史上看，在盈利上升和流动性趋弱的年份里，资本市场难有优异表现。基于此，我们认为明年资本市场指数表现将相对平淡。预期上证综指3700点以上是风险较大的区域，2700点以下是安全区域。
- 从行业来看，下游我们相对看好低端消费品，因为低端消费品与低端劳动力的刚性需求紧密相关，而高端消费品通常与资产泡沫相关；中游我们相对看好产能扩张缓慢的制造业；上游我们继续看好原材料瓶颈。我们超配的行业包括农产品、能源、钢铁、建材、交通运输设施、商业零售和家电。主题投资方面，我们看好低碳经济以及新疆和上海两个区域板块。

报告日期 2009-12-16

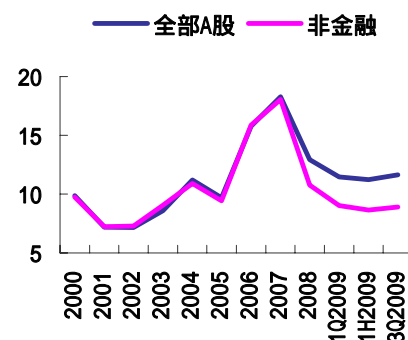
### 指数表现(%)

指数	30 天涨幅	90 天涨幅
沪深 300	5.49	18.41
上证综指	6.03	15.92
上证 50	3.38	15.63
上证 180	4.88	17.23
深成指	7.38	20.53
深综指	9.21	25.42

### 货币信贷余额同比增速(%)



### A 股上市公司 ROE(%)



### 研究员

<b>程定华</b> 021-68766193	<b>首席策略分析师</b> chengdh@essences.com.cn
<b>张治</b> 021-68766135	<b>高级策略分析师</b> zhangzhi@essences.com.cn
<b>诸海滨</b> 021-68766170	<b>策略分析师</b> zhuhb@essences.com.cn
<b>范妍</b> 021-68765053	<b>助理策略分析师</b> fanyan@essences.com.cn

### 前期研究成果

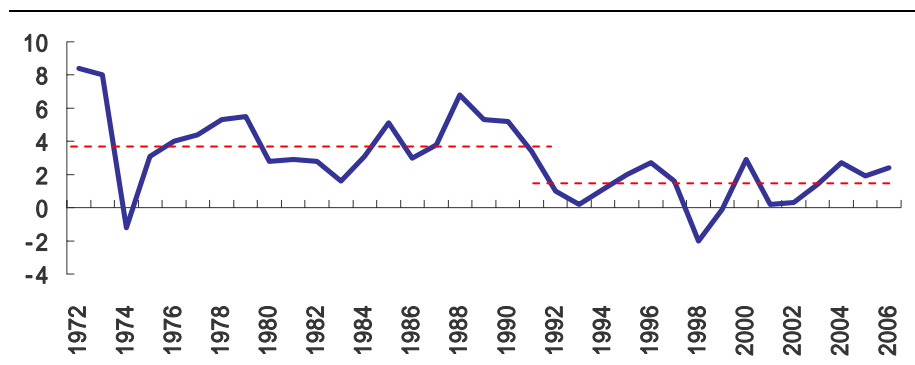
- 《柳暗花明又一村》2009 年 10 月 12 日
- 《走出泥潭》2009 年 9 月 4 日
- 《休整是为了更好地前行》2009 年 8 月 10 日
- 《上升趋势仍将延续》2009 年 7 月 6 日
- 《从绿芽到森林之路》2009 年 6 月 1 日
- 《新一轮资产泡沫正在酝酿》2009 年 4 月 8 日

## 1. V 型复苏之后

历史经验表明，在每一次剧烈的经济衰退之后，短期内主要由于受到存货调整和经济主体适应性预期的影响，经济复苏通常表现为 V 型，并围绕均值波动。在 1-2 年的波动结束之后，经济复苏开始出现分化：

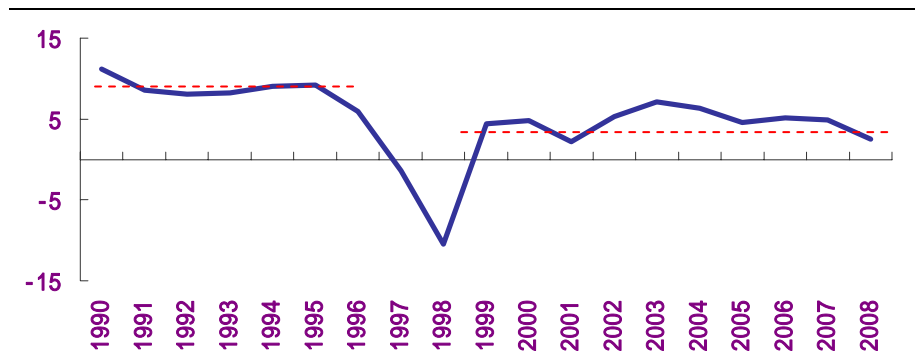
一种情景是维持原有经济增长的基本经济因素受到根本性破坏，例如人口红利的终结，产业结构的不可维持，劳动生产率系统性下降以及储蓄和投资倾向发生趋势性改变等等，导致潜在经济增长率下降。在这种情景下，经济增速短暂触及前期均值后出现长期均值趋势性下移，相关的例子包括 20 世纪 90 年代初日本泡沫经济崩溃后经济增速的趋势性下降(图 1)，以及亚洲金融危机后，泰国、台湾、韩国和新加坡等亚洲经济体的长期经济增速出现台阶式下降(图 2、3、4)。

图 1 日本 GDP 增速(%)



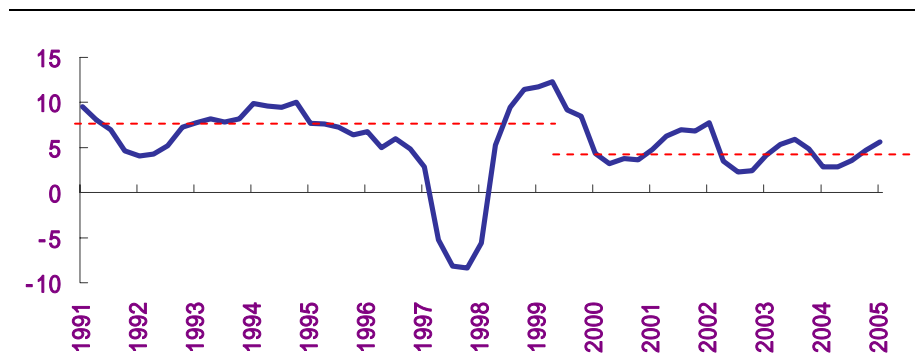
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 2 泰国 GDP 增速(%)



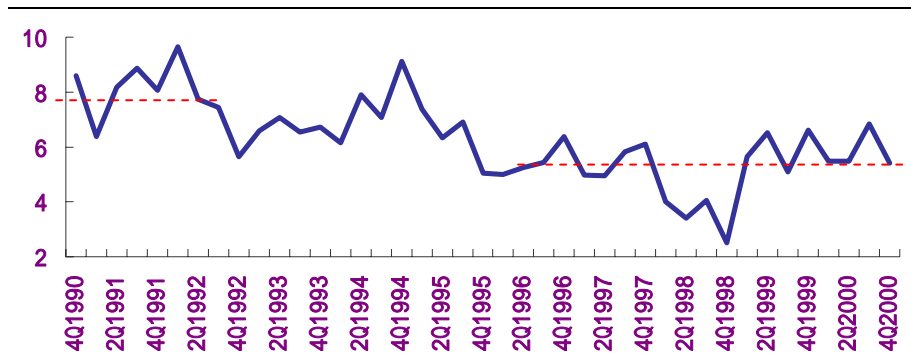
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 3 韩国 GDP 增速(%)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

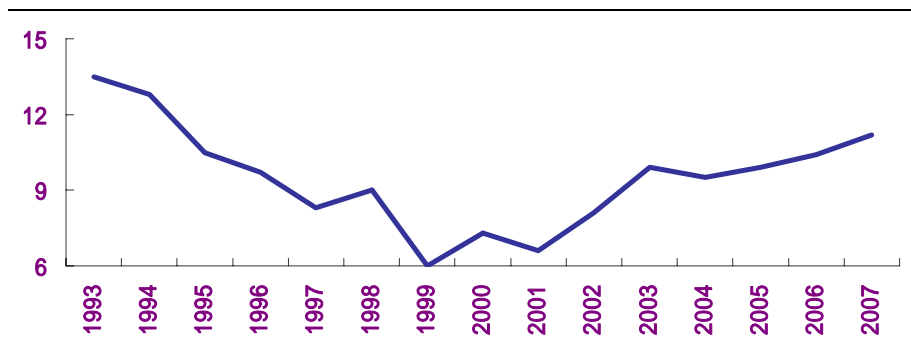
图4 台湾 GDP 增速(%)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

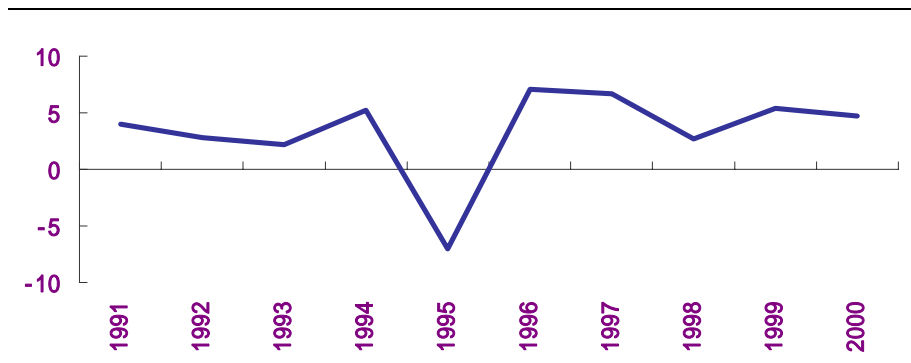
另一种情景是经济增长的内生动力并未受到根本性的破坏，经济波动本身只不过是受到外部冲击或者短期的投资、消费以及存货周期的扰动。在这些短期因素消失后，经济复苏会重新回到原有的经济增长轨道上，向着新的繁荣周期演变。典型的例子有中国在 1999 年亚洲金融危机后经济增长进入新的繁荣周期(图 5)，墨西哥 1994 年金融危机后经济增速跃上更高的平台(图 6)以及印度 2001 年经济衰退后经济出现跳跃性增长(图 7)。

图5 中国 GDP 增速(%)



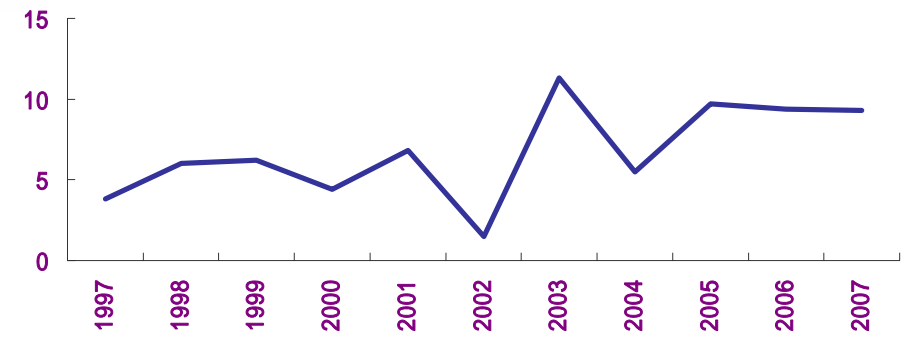
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图6 墨西哥 GDP 增速(%)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图7 印度 GDP 增速(%)

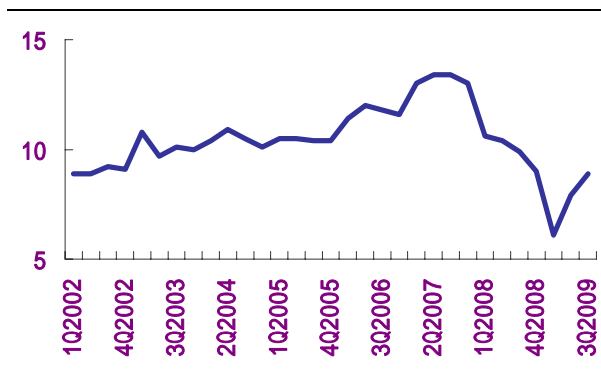


数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

基于以上的逻辑，我们预期本轮中国乃至全球经济的复苏，将会以所有重要经济指标恢复到历史均值为重要标志(参见《从「绿芽」到「森林」之路》，2009年6月1日)。从目前全球经济复苏的进程来看，这一目标大致在明年上半年就可以完成。

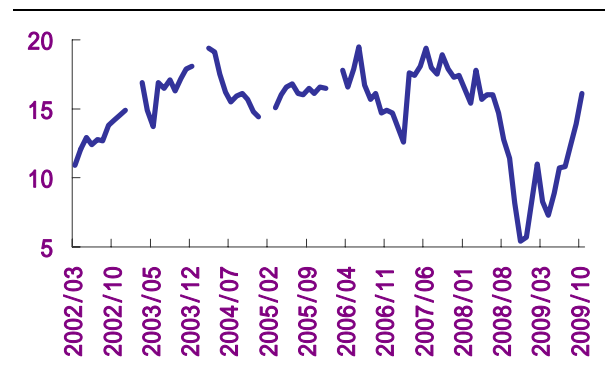
在最重要的经济数据方面，GDP与工业增加值数据在2009年四季度即可恢复到过去五年的平均水平(图8、9)，出口与物价水平相对滞后(图10、11)，主要受到海外复苏进程的影响(图12)。但我们相信，到明年一季度，即使是这两个最落后的指标，也会触及过去五年的均衡水平。

图8 中国GDP(%)



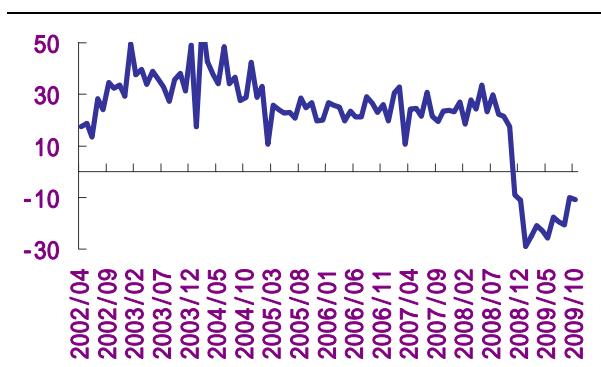
数据来源：统计局，安信证券研究中心

图9 中国工业增加值(%)



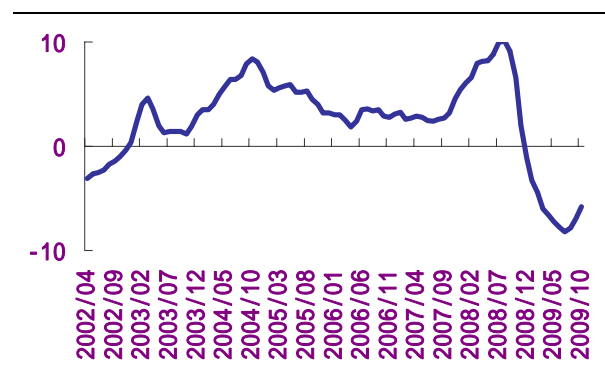
数据来源：统计局，安信证券研究中心

图10 中国出口增速(%)



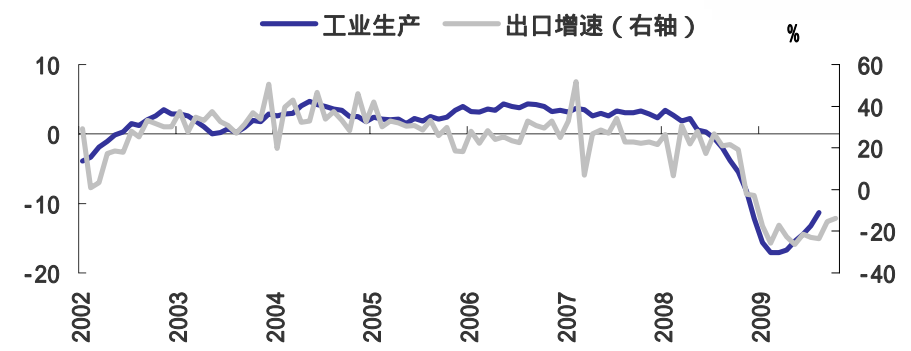
数据来源：统计局，安信证券研究中心

图11 中国PPI(%)



数据来源：统计局，安信证券研究中心

图12 OECD工业生产与中国出口增速(%)



数据来源：OECD，安信证券研究中心

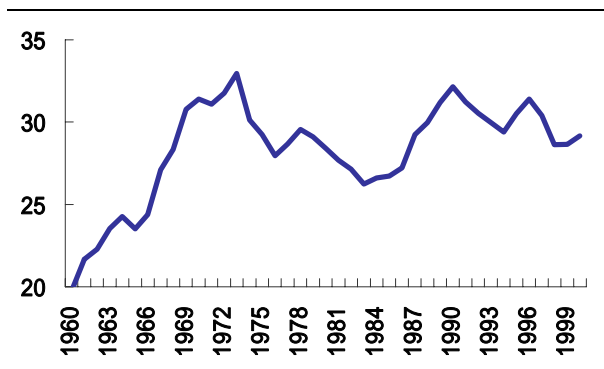
然而，对于预测 2010 年乃至更长时间的投资机会而言，我们现在需要关心和回答的问题是：在全球和中国经济明年初出现均值回归之后，未来的演变方向是重新进入繁荣周期，还是停滞不前，甚至出现一个台阶式的下移？

比较遗憾的是，我们目前对这个问题难以找到合适的答案。因为既往的历史经验和现有的证据既不支持我们做出中国经济将转入繁荣周期的判断，也不支持我们做出中国经济增速将出现台阶式下移的判断。

研究那些与中国有过相似高速增长经历的国家的历史经验，我们注意到，在经历大的金融危机之后，决定经济增速的高位平台能否维持的第一个关键性因素是投资的变化。

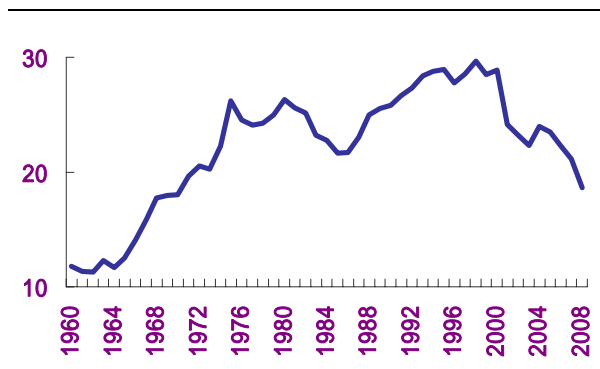
例如，日本在 70、80 年代多次经历经济危机，但由于固定资产投资占 GDP 比例始终维持在高位，因此，每次危机过后，经济就迅速恢复高增长态势。但 1990 年泡沫破灭后，日本固定资产投资再未恢复到历史高点(图 13)，经济增速开始出现台阶式滑坡。

图 13 日本固定资本形成占 GDP 比重(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 14 台湾固定资本形成占 GDP 比重(%)

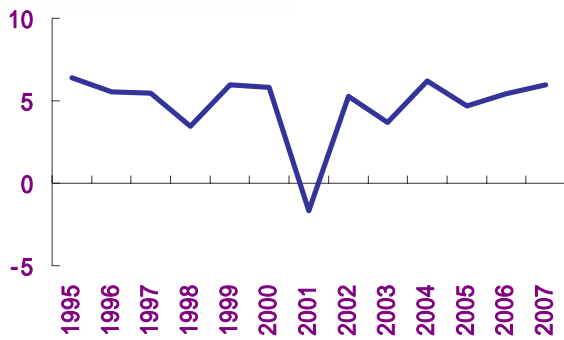


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

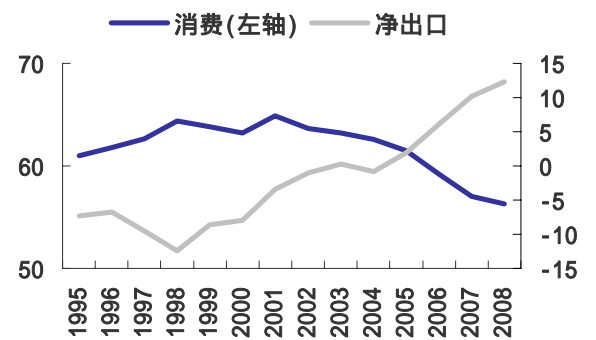
另一个关键性因素来自于出口，如果观察台湾的历史数据，可以看到固定资产投资占 GDP 比例在 1997 后出现大幅下滑并且不能恢复到历史高位(图 14)，但是台湾 GDP 增速在 V 型复苏之后还能维持之前的平台(图 15)，其中净出口的上升起到了关键性贡献(图 16)。

图 15 台湾 GDP (%)

图 16 台湾净出口与消费占 GDP 比重 (%)



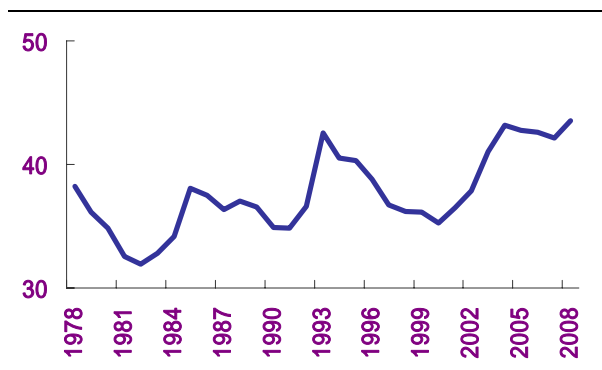
数据来源：CEIC，安信证券研究中心



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

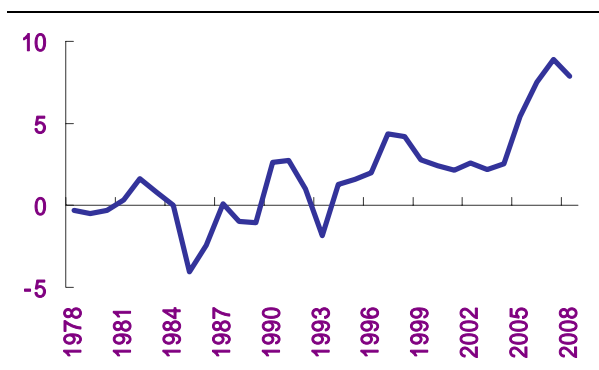
如果用相同的逻辑来考察中国经济的变化，在过去 30 年中，中国的 GDP 增速在每次出现 V 型低点后都能迅速回到原有的增长轨道上，最重要的就是固定资产投资和净出口能够回到原有轨道上(图 17、18)。

图 17 中国固定资本形成占 GDP 比重(%)



数据来源：统计局，安信证券研究中心

图 18 中国净出口占 GDP 比重(%)



数据来源：统计局，安信证券研究中心

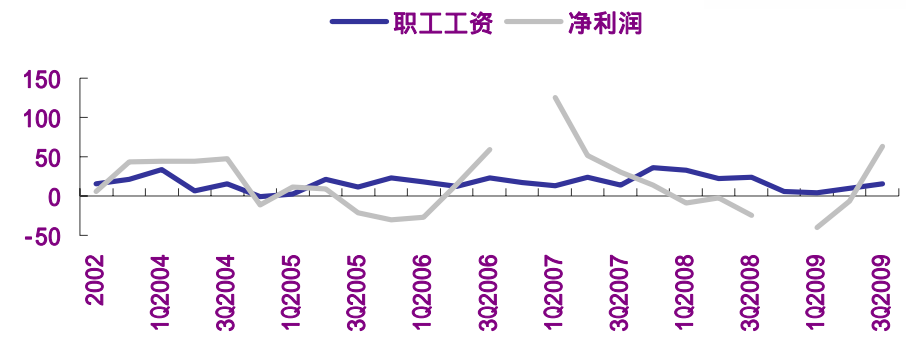
然而，我们现在担心的第一个问题是，在中国 2008 年固定资本形成占 GDP 比重接近 50% 且正在经历 2009 年、2010 年两年固定资产投资高速增长的情形下，固定资本形成占 GDP 的比重会不会出现一个重要的头部？另一个需要担心的问题是，中国净出口占 GDP 的比重在 2007 年高达 10%，在西方主要国家居民资产负债表仍处于调整且贸易保护主义抬头的情况下，是否已经走过了拐点？

对于这两个疑问，我们目前无法做出肯定或者否定的回答，但谨慎观察是必须的。

## 2. 企业盈利：绝对值与盈利能力

由于就业与工资的粘性，企业利润的波动会比 GDP 更加剧烈，上市公司在上一轮周期中的历史数据也充分印证了上述结论(图 19)。

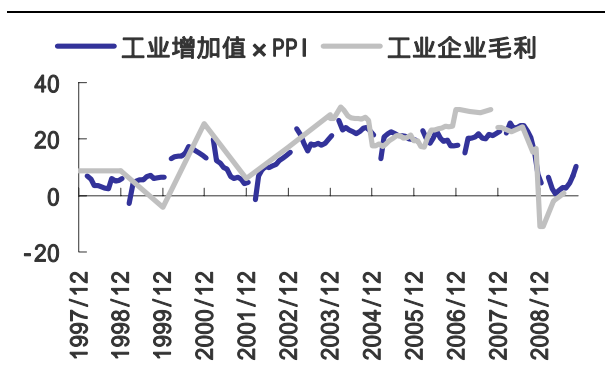
图 19 制造业上市公司净利润与职工工资增速(%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

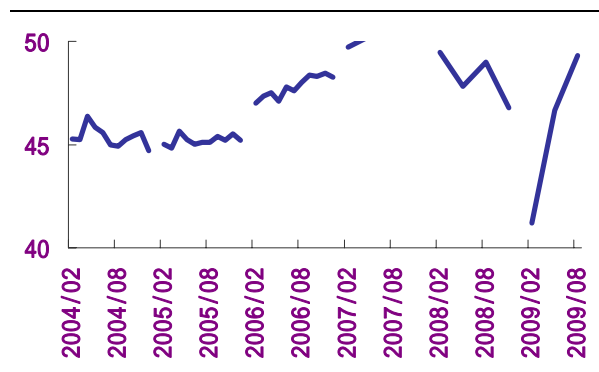
考虑工业企业毛利水平与工业增加值及 PPI 间的同步关系(图 20)，以及 2004 年以来工业企业利润与毛利的比值随经济的盛衰在 40-50%之间波动(图 21) 我们预期在工业增加值与 PPI 恢复到均值的背景下，2010 年工业企业利润增速约 35%(图 22)。

图 20 工业增加值\*PPI 与工业企业毛利增速(%)



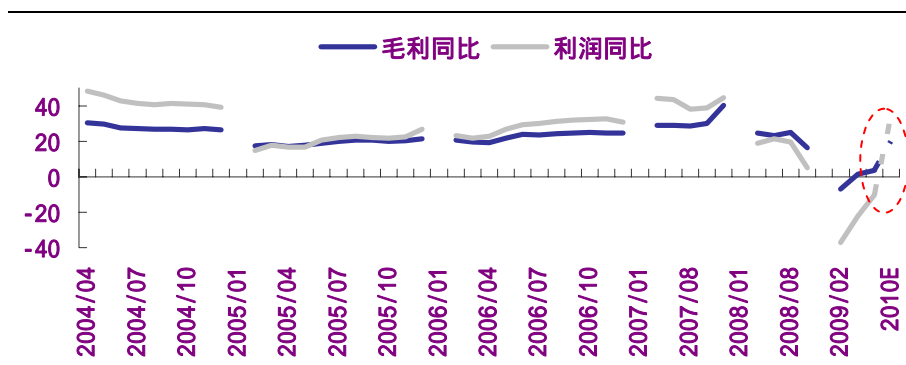
数据来源：统计局，安信证券研究中心

图 21 工业企业利润/毛利(%)



数据来源：统计局，安信证券研究中心

图 22 工业企业毛利与税前利润增速(%)



数据来源：统计局，安信证券研究中心

从企业盈利的绝对值来看，2010 年上市公司净利润总额和每股盈利创出历史新高没有任何悬念，我们预计上市公司盈利增速在 25-30%，其中金融业和受管制行业(成品油和电力)增速在 20-25%，其它行业增速在 30-35%左右(表 1)。

表 1、A 股盈利预期

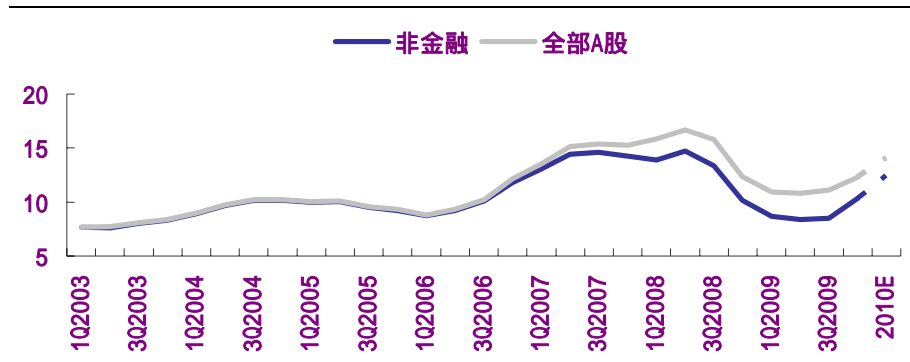
	2008 年权重	2009 年增速	2009 年权重	2010 年增速
石油石化	17.07	17.00	16.40	20.00
电力	-0.17	扭亏	2.03	-20.00
金融	45.45	25.00	46.65	25.00
非金融	37.65	13.00	34.93	35.00

合计	100.00	21.80	100.00	27.80
----	--------	-------	--------	-------

数据来源：安信证券研究中心

不过，从企业的盈利能力来看，2010 年上市公司 ROE 与历史高点仍然有一段距离，其中制造业表现尤其落后(图 23)。

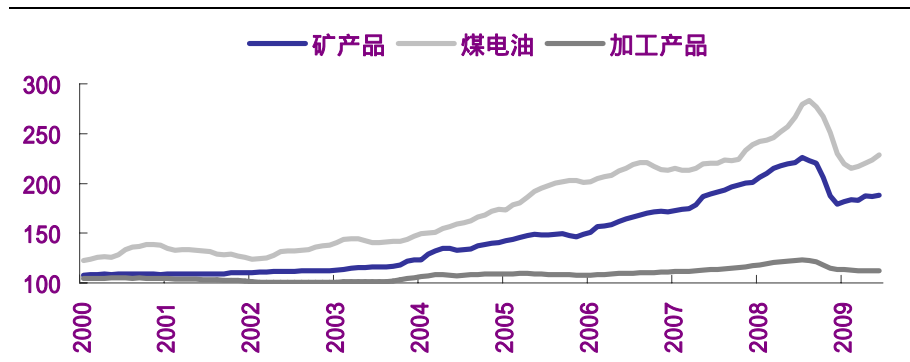
图 23 A 股 ROE(%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

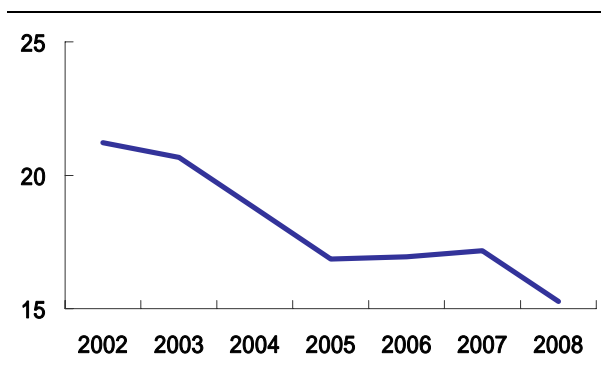
事实上，如果剔除金融业，我们注意到非金融企业在 2008 年上半年上市公司净利润创新高的时候，ROE 就没有创出新高。分析其中原因，我们认为主要有两点：一是由于制造业产能相对过剩，2007 年后基础原材料价格相对于制成品价格表现强势(图 24)，导致制造业上市公司毛利率不断下滑(图 25)；二是由于 2008 年 GDP 增速放缓，导致制造业上市公司总资产周转率下降(图 26)。

图 24 中国生产资料及加工产品价格(1993=100)



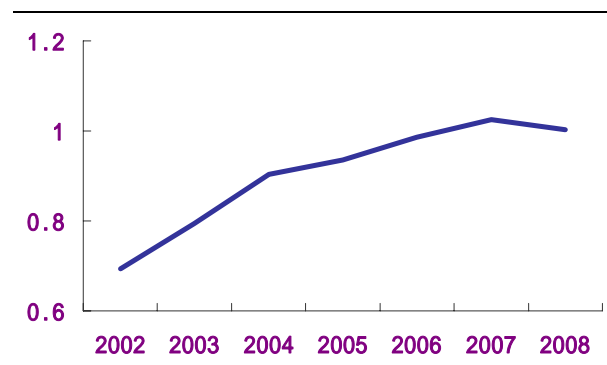
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 25 制造业上市公司毛利率(%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 26 制造业上市公司总资产周转率



数据来源：Wind，安信证券研究中心

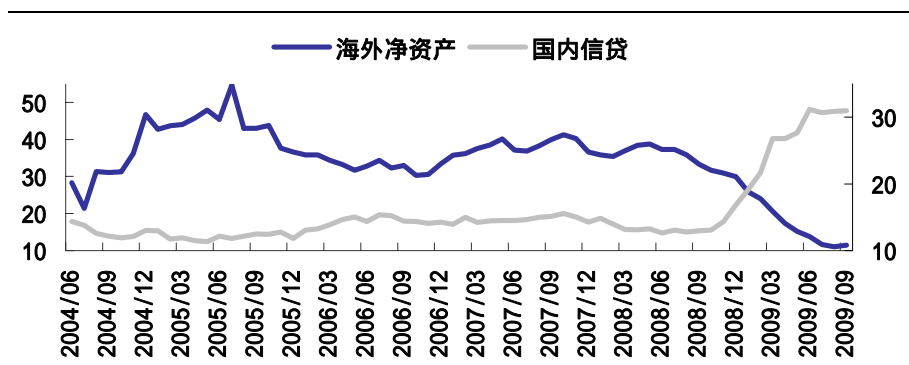


展望未来，如果我们期望上市公司盈利能力能够继续改善，那么既需要通过产业结构调整来提高毛利率，又需要使现有产品的生产和销售保持在较高的水平上。这应该是一个相当有挑战性任务。

### 3. 流动性趋势：政策变数与信贷创造

毫无疑问，2009 年国内资产市场充裕的流动性来源于银行系统的信贷创造，这是与 2005-2007 年显著相异的地方，当时充裕的流动性更多地来源于贸易顺差和资本流入(图 27)。

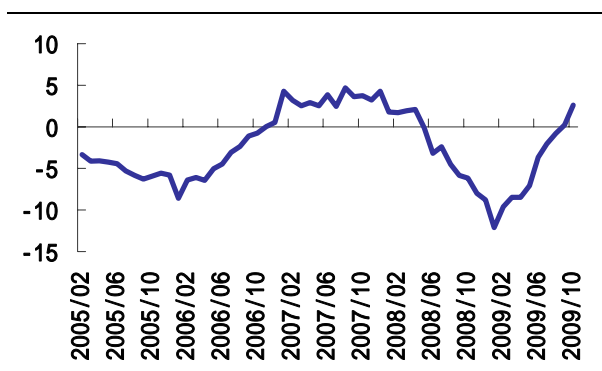
图 27 海外净资产与国内信贷增速(%)



数据来源：人民银行，安信证券研究中心

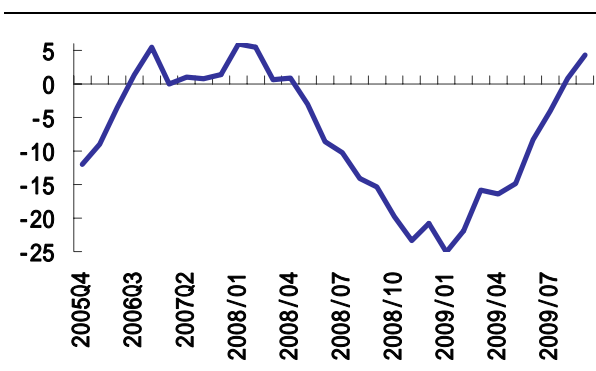
而相同的地方是，在流动性持续宽松的环境下，最终都出现了货币活期化、货币流通速度上升以及风险溢价水平下降的现象(图 28、29、30)，并出现资产价格的上涨。

图 28 M1 与 M2 增速差(%)



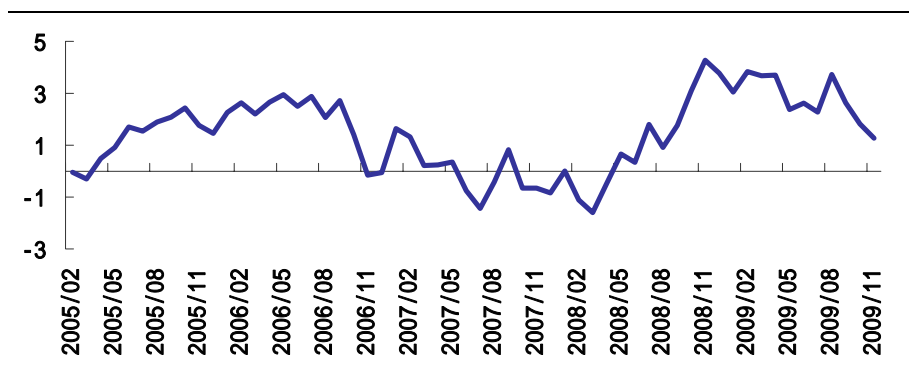
数据来源：人民银行，安信证券研究中心

图 29 活期与定期存款增速差(%)



数据来源：人民银行，安信证券研究中心

图 30 封闭式基金与同期国债收益率之差(%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

站在目前的时点上展望 2010 年资本市场流动性，首先需要判断的就是银行系统主动创造信贷的能力，包括银行自身的资本充足率约束以及政府政策的约束。

根据我们银行业研究小组的报告(表 2)，如果整个银行系统期望在 2010 年新增信贷 8 万亿并在年末将资本充足率维持在 11.5%的水平，资金缺口为 13600 亿，即使考虑债券融资、降低分红比例，明年仍然需向资本市场融资 2000 亿左右。因此，从银行自身的信贷能力来看，2010 年信贷规模不太可能超过 8 万亿。

从政府政策层面来看，由于 2010 年至少将出现温和通胀，刺激政策在明年年中需要逐渐退出。如果明年信贷规模超过 8 万亿，通胀水平将难以控制。因此我们预计在政策层面上，不会出现鼓励信贷规模超过 8 万亿的情景。

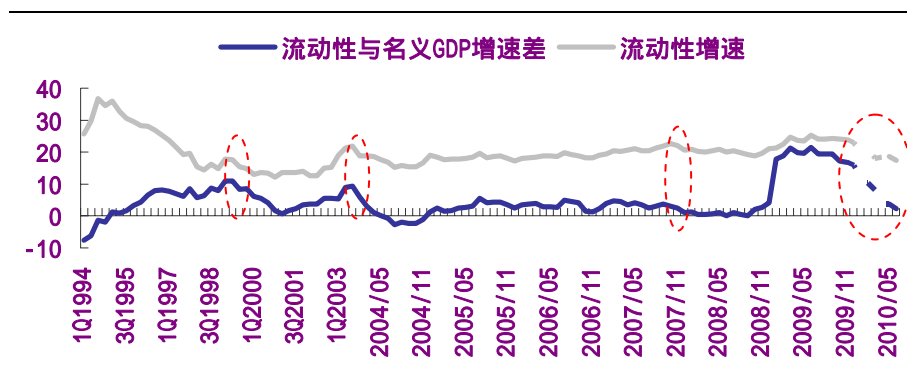
表 2、关于银行资本缺口的情景分析(百万人民币)

	情景 1	情景 2	情景 3	附注
分情景假设	无缓冲	有缓冲	有缓冲,国有银行降低分红率	
监管要求	10%	10%	10%	资本充足率监管要求在明年年底前从 8% 提高到 10%
系统摩擦	0.50%	0.50%	0.50%	由于各行资本充足率的差异以及银行间融资摩擦所导致
缓冲	0%	1%	1%	银行在监管要求之上保留的富余资本
2010 年末目标资本充足率	10.50%	11.50%	11.50%	以上三项之和
资本缺口	973,875	1,362,373	1,362,373	相对 2008 年底,到 2010 年末未达到目标资本充足率所需增加的资本。这里假设明年信贷投放 8 万亿元。
资本来源	1,364,689	1,364,689	1,447,333	假设资本补充只来自于分红后利润,股权融资和债权融资
分红率	34.00%	34.00%	21.00%	假设只有目前上市的银行分红,情景 1、2 中,分红率维持 2008 年水平。情景 3 中,假设国有银行分红率明年降至 25%。
分红后利润(09-10 年)	772,398	772,398	855,042	除了目前已经公布和完成的融资计划外,再假设明年中行融资 550 亿元,农行 1000 亿元。
股权融资(09-10 年)		252,491		假设今年融资 2400 亿,明年融资 1000 亿。
债权融资(09-10 年)		339,800		
资本富余	390,814	2,316	84,960	资本来源减去资本缺口的差值

数据来源：安信证券研究中心

综合考虑，市场对于 2010 年 8 万亿的信贷投放，应该是一个乐观的预期，结合顺差及资本流入带来的增量，以及实体经济复苏对资金的消耗，我们认为 2010 年流动性供给及其与名义 GDP 之差将分别下降 7 个百分点和 15 个百分点(图 31)。

图 31 流动性供给增速及其与名义 GDP 之差(%)



数据来源：人民银行，安信证券研究中心

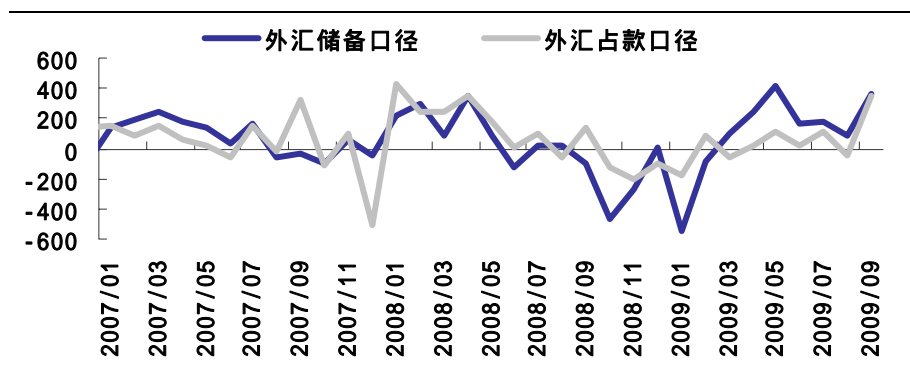
历史经验告诉我们，当流动性供给及其与名义 GDP 之差两个指标同时下降时，A 股市场均面临较大的压力，如 2H1999、2H2003、4Q2007(图 34)，盈利增长再次退居次要地位。

#### 4. 流动性趋势：资本流动的故事

如果国内信贷创造的高峰已经过去，那么伴随着美元的贬值和全球宽松的货币政策，是否会出现大量的热钱涌入，使国内流动性出现 2005-2007 年那样宽松的模式呢？对此我们表示怀疑。

从外汇占款的口径来看，今年只是在 9 月份出现了单月异常上升(图 32)。从新增资金的来源看，大致有两种解释：

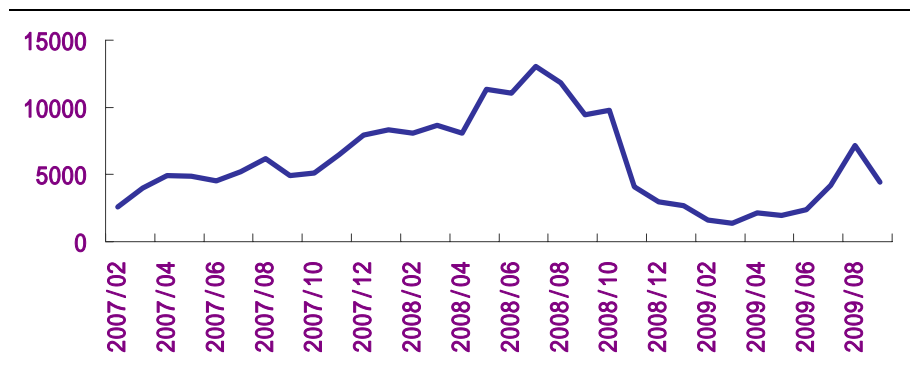
图 32 中国资本流动情况(十亿人民币)



数据来源：人民银行，安信证券研究中心

一是经济复苏推动石油美元的快速累积(图 33，参见宏观组报告《美元贬值与资本流入》，2009 年 11 月 3 日)。

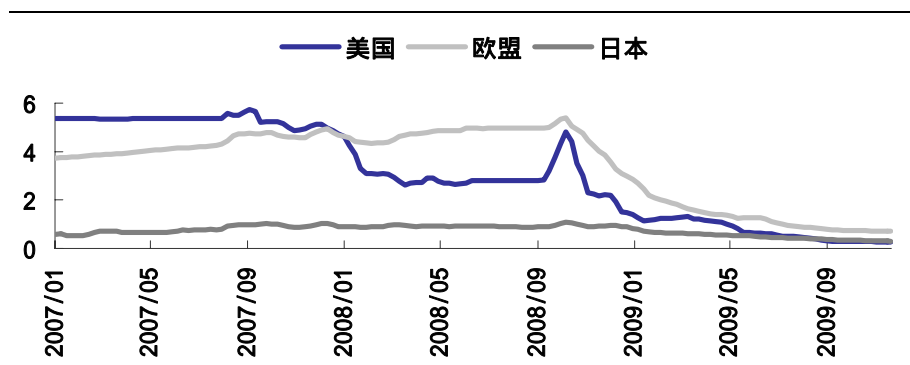
图 33 沙特阿拉伯对中、美、日、欧的贸易盈余(百万美元)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

二是美国低利率政策导致的利差交易。如图 34，9 月份以来美元 Libor 持续低于日元。

图 34 美、日、欧 Libor 利率(%)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

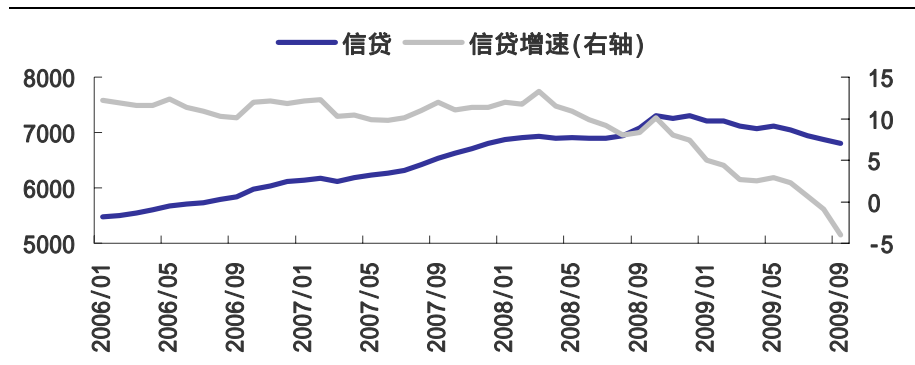
虽然两者都会导致新兴市场资本流入以及资产价格上升的动力，但对美国国内资产价格的影响完全不同。后者会导致美国国内资产价格下跌，而前者没有这个影响。考虑到全球主要大类资产均处于上涨的趋势中，显然石油美元带来的资本流动和资产配置应是主要推动力量。

我们认为，未来影响国际资本流动的关键性因素包括：中东石油美元累积的速度、美国信贷市场的复苏以及各国资产收益率的相对优势。

预计中东石油美元累积会继续上升，但由于国际油价已经回到过去五年的均衡水平，上升趋势将明显减弱。

美国国内利率水平处于超低状态，是由美联储宽松的货币政策和国内不断萎缩的信贷需求共同促成的(图 35)。

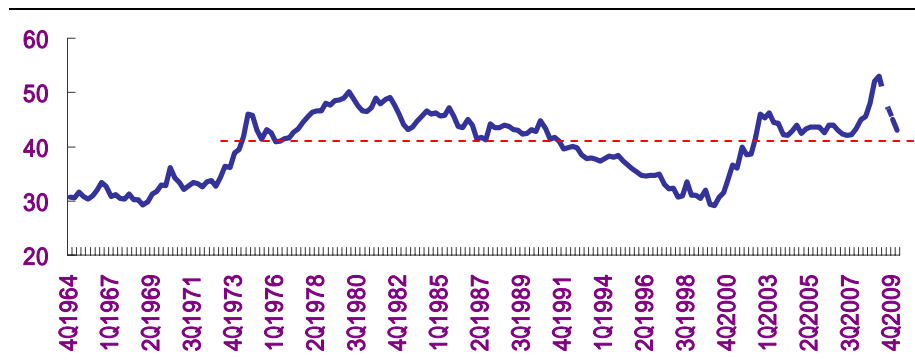
图 35 美国商业银行信贷余额及其增速(%)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

我们认为美国信贷萎缩与居民资产负债表的恶化有关。如图 36，1970 年代开始近 40 年的时间里，美国居民的资产负债率都平均维持在 40%左右的水平，但是 2007 年高峰期一度接近 60%，目前正在快速向均值回归。预计调整结束后，与住户相关的信贷将出现反弹。

图 36 美国居民金融负债占金融资产比重(%)

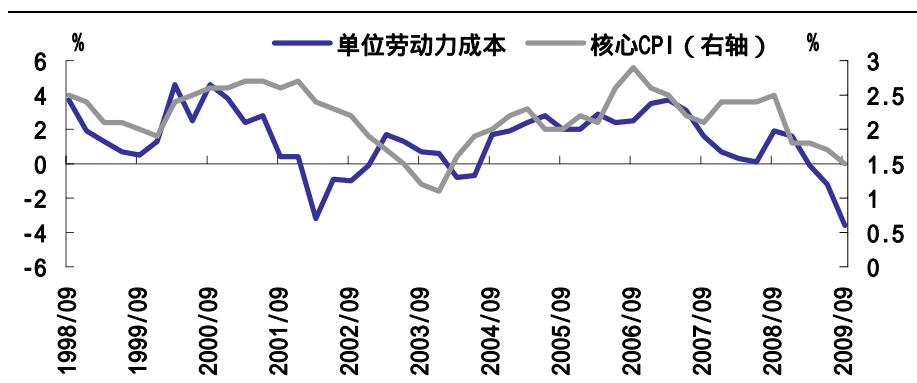


数据来源：Fed，安信证券研究中心

影响美国国内信贷需求的另一个重要原因是企业盈利能力在金融危机后出现剧烈下滑。但是观察美国最近的劳动生产率、新订单数量以及上市公司财务报表(图 37-39)，都能清晰地看到美国企业盈利能力正在快速恢复。根据最新的盈利预测，标普 500 在 2010 年的每股收益大致可以恢复到 2007 年水平。盈利能力的恢复，毫无疑问将重新刺激企业部门的信贷需求。

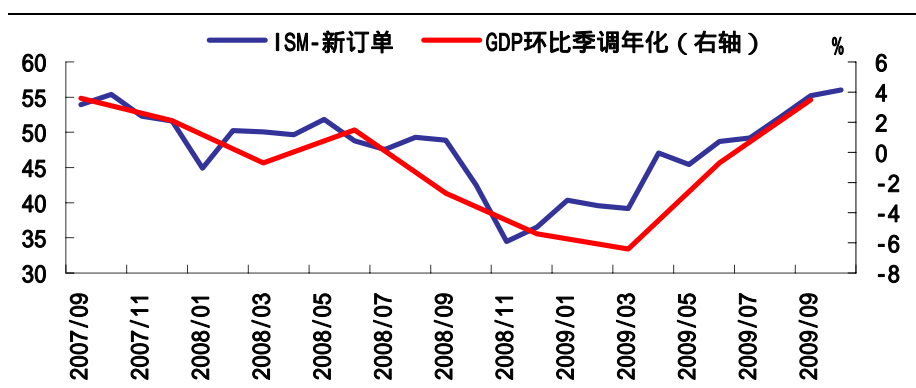
一旦住户和企业的信贷需求上升，美联储宽松货币政策退出，利率水平就会从低谷回升，利差交易过程就会结束。

图 37 美国单位劳动力成本大幅下降



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

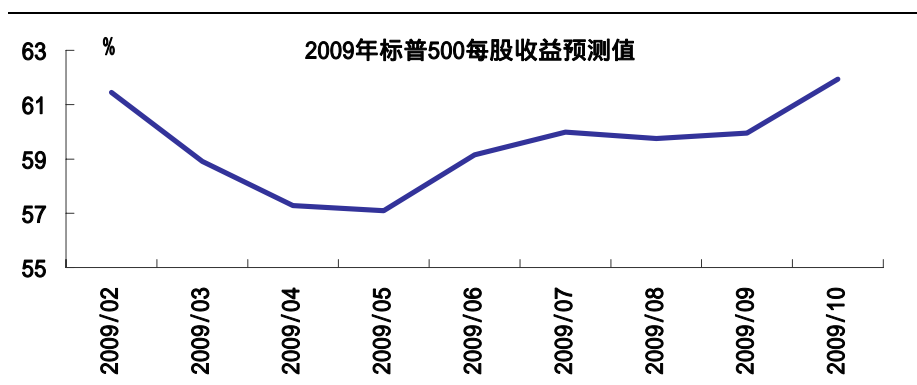
图 38 ISM 订单指数预示着 4 季度美国经济增长趋势向好



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

注：ISM 新订单指数是制造业订单和非制造业订单指数按 20%、80%的比例加权得到。

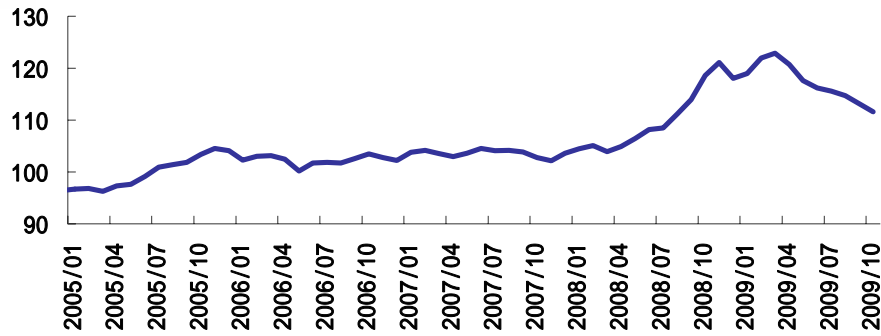
图 39 美股季度盈利大幅高于市场预期



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

在资金流向的目的地上，我们认为当前的情景也会显著不同于 2005-2007 年。在 200-2007 年期间，人民币名义有效汇率一路攀升，且趋势明朗，人民币资产吸引力相对其它经济体更高。而 2009 年以后，由于出口部门的压力，人民币有效汇率实际上出现了较大幅度的贬值，并且在 2010 年前景也不明朗。人民币资产的吸引力远不如上一个周期(图 40)。

图 40 人民币名义有效汇率



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

综上所述，基于对明年利率水平的预期，我们判断 2010 年 A 股市场将主要在 16-22PE 间波动，考虑前述盈利的增长，对应的上证综指水平大约在 2700-3700 点。

## 5. 寻找可能的赢家

### 5.1. 低端消费品

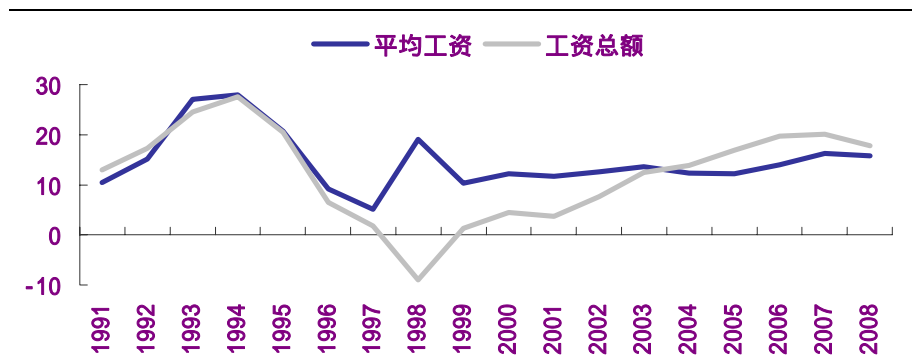
我们首先看好的是 2010 年低端消费品的继续普及，涉及的行业包括商业零售、家电、电子以及日用品。

#### 5.1.1. 收入弹性刚性化

随着中国制造业规模的不断膨胀、资本边际效应的递减、劳动生产率增速的下降，我国中低端收入人群的收入弹性正在刚性化，收入预期也开始变得稳定。

如图 41，从 2004 年开始，中国制造业的工资总额增速持续超越工人的平均工资增速，表明在产能过剩后，劳动力要素的投入已经取代劳动生产率成为推动产出的主要动力。

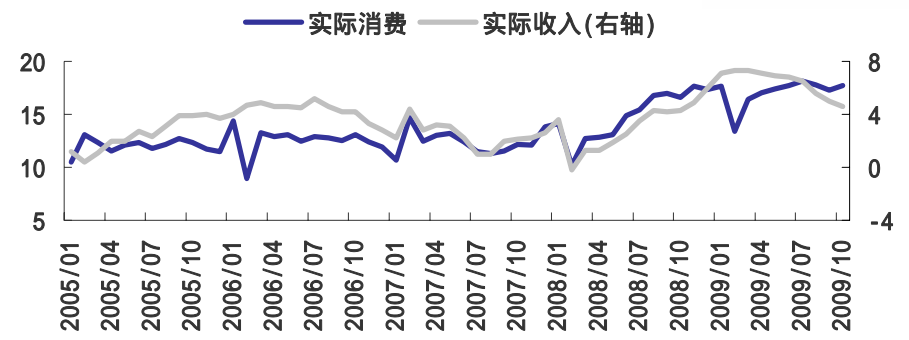
图 41 中国制造业平均工资与工资总额增速(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

收入两级分化带来低端服务劳动力收入的增长，其实际收入与全社会实际消费的同步（图 42），显示低端劳动人群在消费能力方面并没有掉队。

图 42 低端服务劳动力的实际收入与实际消费(%)

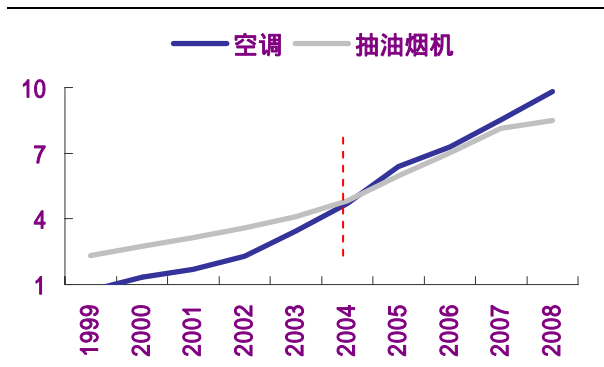


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

### 5.1.2. 被忽视的需求

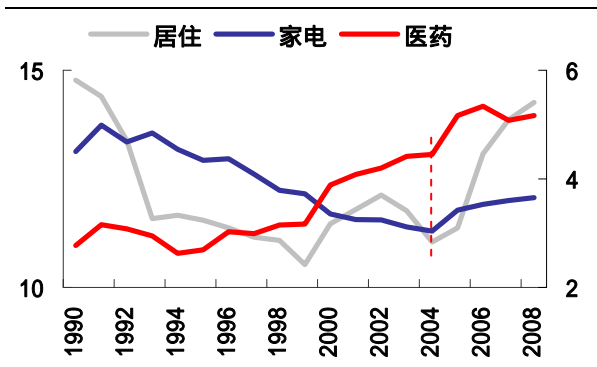
在消费能力逐步提升的背景下，被忽视的消费需求开始逐步释放。农村居民对空调、抽油烟机 etc 「城市家电」的需求早已有之，但受到消费能力及家电行业过剩的影响，并没有引起人们的重视，直到 2004 年收入弹性刚性化趋势开始后才逐步体现出来(图 43)，从农村居民的消费类别看，消费收入比上升的品类只有家电、医药和居住，并在 2005 年前后开始加速(图 44)。

图 29 农村百户家庭家电保有量(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 30 农村居民家电及医药消费收入比(%)

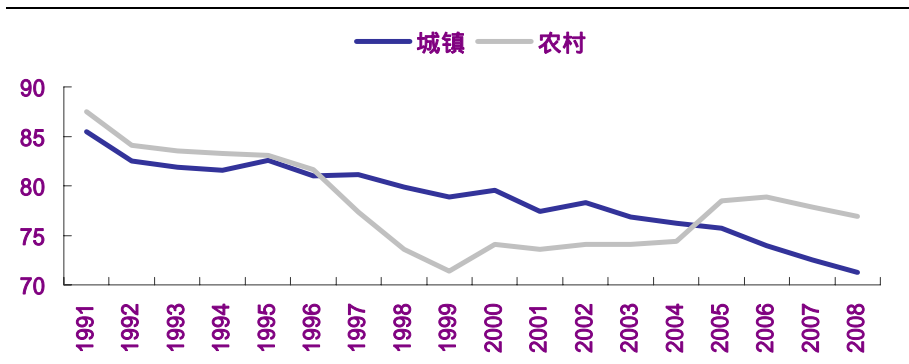


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

### 5.1.3. 需求弹性

与城镇居民不同，农村居民的消费倾向在 2000 年后呈阶梯式跃升(图 45)，表明其消费结构改善的迫切程度原高于城镇居民，由此带来的消费价格弹性也相对较高。

图 45 农村与城镇居民消费倾向(%)

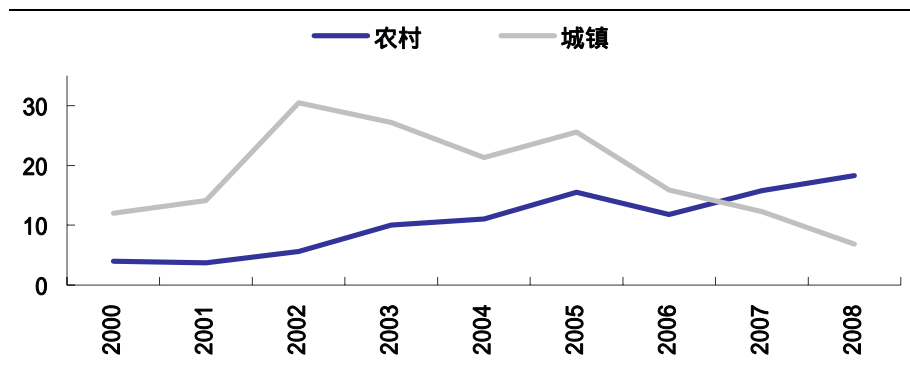


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

### 5.1.4. 连续且快速的普及特征

与中高端产品分阶段普及的周期性特征不同，低端消费品的普及更快速、更连续。比如 2000 年之后手机的普及(图 46)，城镇在 2005 年达到每户家庭 1 部手机后，其普及的速度才明显放慢，之前先后经历了三年加速期、三年稳定期；而农村居民的手机销量则加速至 2005 年，稳定至 2008 年。

图 46 百户家庭手机新增保有量(部)

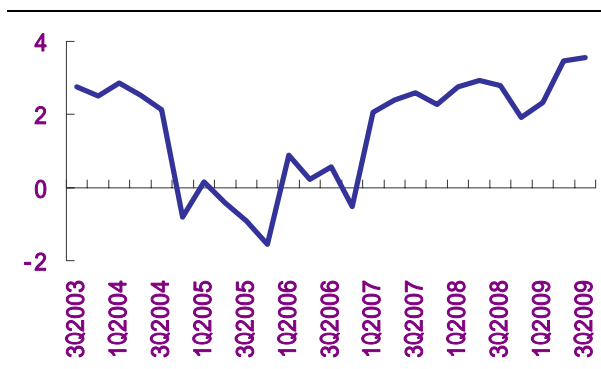


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

### 5.1.5. 海外需求的恢复

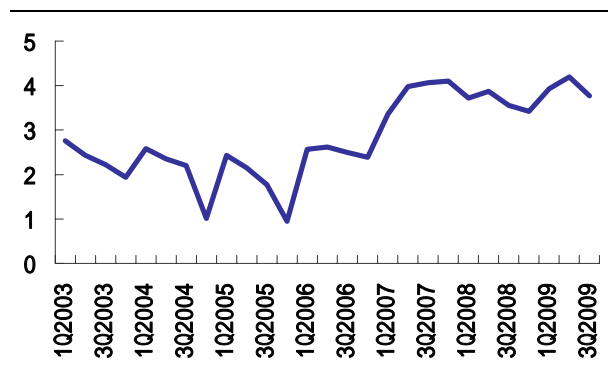
我们预期低端消费行业在 2010 年将持续受益于相关消费品的普及趋势(图 47、48)，海外市场的回复将成为提升赢利的重要催化剂(图 49)。

图 47 家电行业净利润率(%)



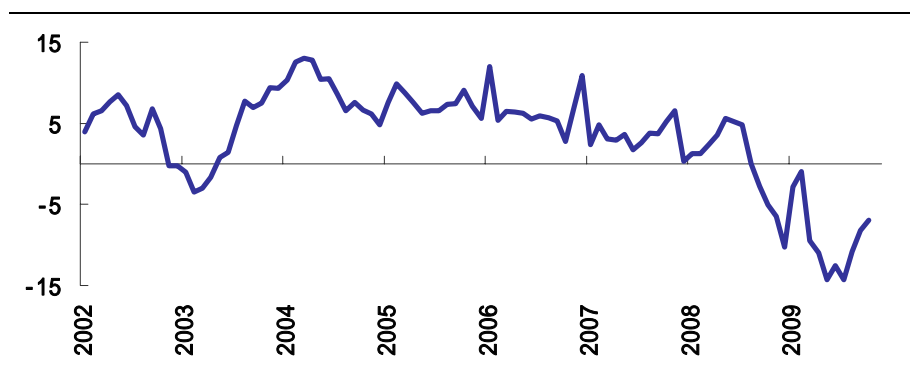
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 48 零售业净利润率(%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 49 美国家电销售增速(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

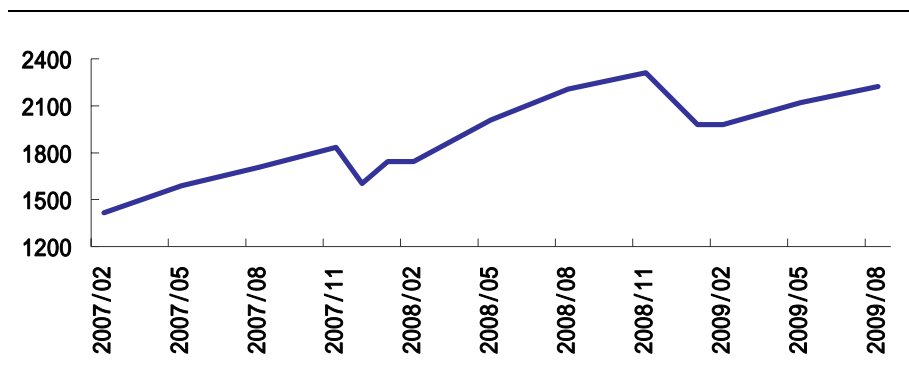
## 5.2. 基础原材料



我们认为第二个可能的赢家可能是基础原材料，包括能源、农产品和化工。

经济危机之后的 V 型复苏，其基本推动力量来源于存货的调整和经济主体的适应性预期。从存货调整的角度来看，中国这样复苏较早的国家已经顺利完成了去库存化的过程，进入新的库存上升周期(图 50)。

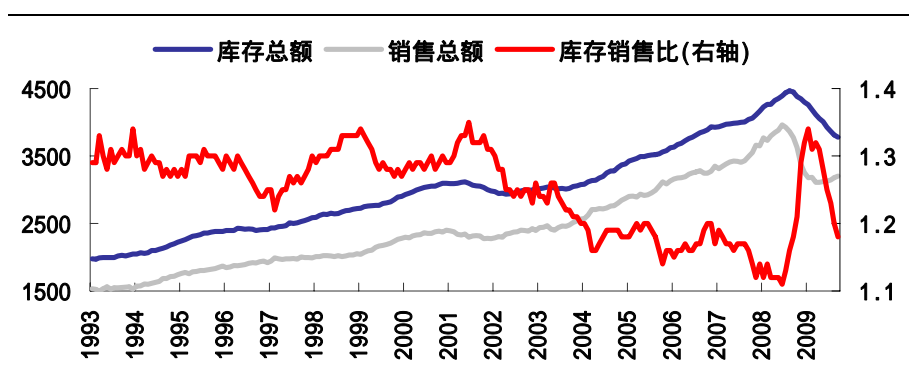
图 50 中国工业库存(十亿人民币)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

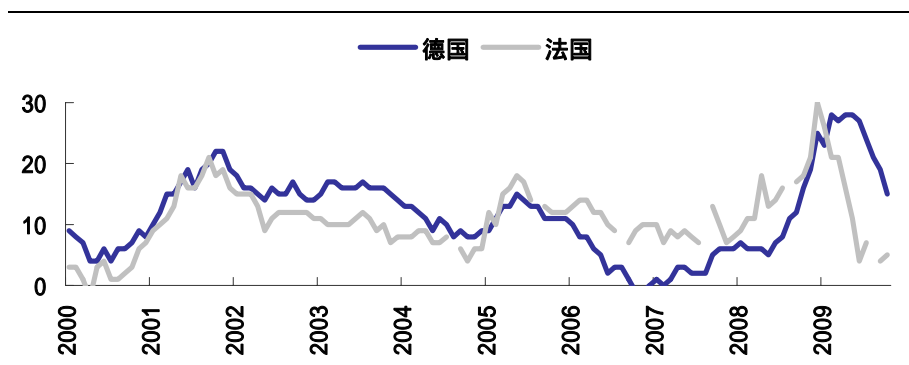
但是作为全球最重要的经济体，欧洲和美国仍然处于去库存化的过程(图 51、52)。从 OECD 领先指标来看(图 53)，我们预计欧美的去库存化过程将在今年四季度结束，并在 2010 年转入库存补充周期，这应该是维持甚至推动基础原材料价格的关键性因素。

图 51 美国批发库存及销售(百万美元)



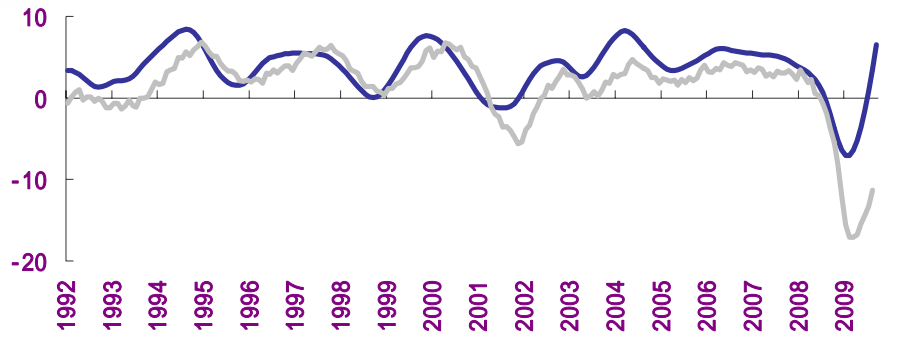
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 52 德国、法国产成品库存指数



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 53 OECD 领先指标与工业生产(%)

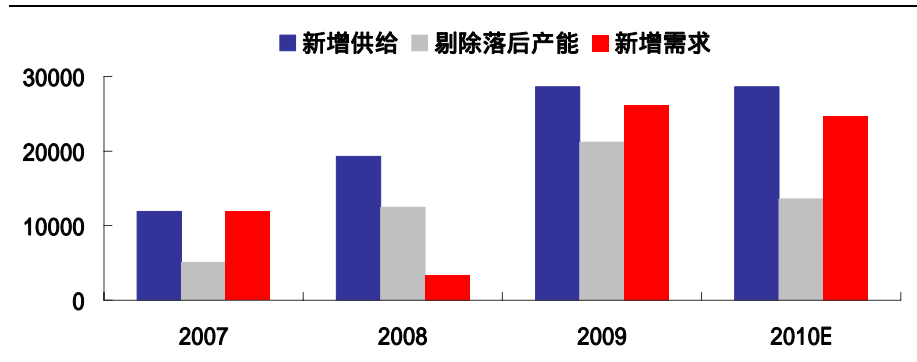


数据来源：OECD，安信证券研究中心

### 5.3. 强力限制供给

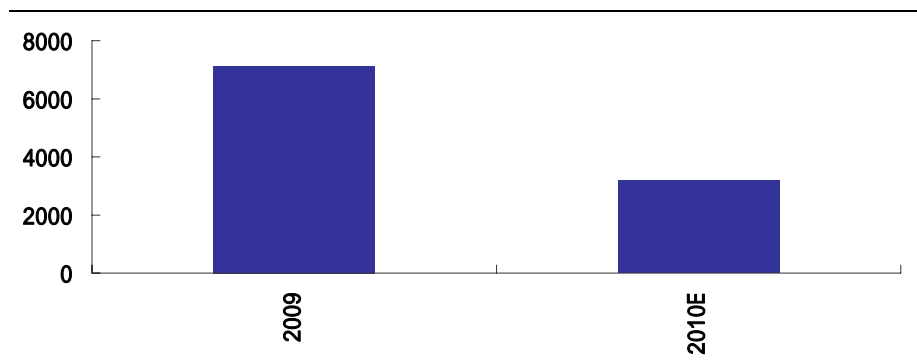
我们认为第三个可能的赢家，来自于政府强力限制供应的中游行业，包括钢铁和水泥。受淘汰落后产能等限制措施的影响，我们预期上述行业在 2010 年的新增供给将小于新增需求(图 54、55)。

图 54 水泥行业新增供给与需求(万吨)



数据来源：安信证券研究中心

图 55 钢铁行业高炉投产量(万吨)

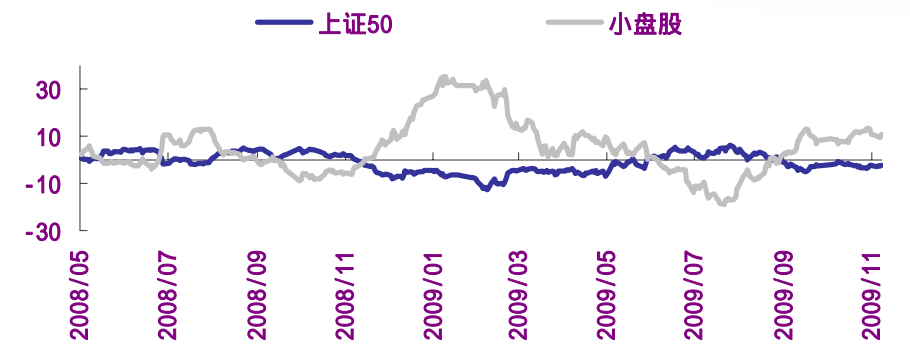


数据来源：安信证券研究中心

### 5.4. 风格转移

风格方面，我们趋向于向估值低、市场表现落后的大市值股票转移(图 56)。

图 56 大小盘股相对沪深 300 的表现(%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

## 5.5. 主题投资

2010 年的主题投资我们关注新疆、上海的区域概念，以及低碳经济。

## 6. 行业配置建议

行业配置建议如表 3 所示。

表 3、行业配置与组合

行业	基准比例	超配	标配	低配
农林牧渔	1.37	2.05		
采掘	4.37		4.37	
化工	10.50			8.40
黑色金属	3.42	5.13		
有色金属	3.85			1.93
建筑建材	3.51	5.27		
机械设备	4.53		4.53	
电子元器件	1.45	2.90		
交运设备	3.68			2.95
信息设备	1.65		1.65	
家用电器	1.45	2.90		
食品饮料	3.68		3.68	
纺织服装	1.07		1.07	
轻工制造	1.03			0.50
医药生物	4.21		4.21	
公用事业	3.75			1.875
交通运输	5.34	6.41		
房地产	6.24		6.24	
金融服务	27.71		27.71	
商业贸易	3.07	4.35		
餐饮旅游	0.45	0.615		
信息服务	2.73			1.36
综合	0.97			0.00

资料来源：安信证券研究中心

注：采用申万行业分类标准，行业权重以 2009 年 12 月 4 日行业流通市值为基准计算

## 作者简介

程定华，上海社会科学院经济学博士，七年证券投资与研究经验，曾担任光大证券投资决策委员会委员，获得上海市第五届哲学社会科学优秀著作一等奖。2007年4月加盟安信证券研究中心。

张治，CFA，南京大学理学学士、金融学硕士，七年证券、期货投资与研究经验，2007年4月加盟安信证券研究中心。

诸海滨，统计学学士，七年证券研究经验，2007年5月加盟安信证券研究中心，从事策略研究。

范妍，复旦大学企业管理学士，复旦大学金融工程硕士。2008年9月加入安信证券研究所，从事策略研究。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，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。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、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。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

南方

021-68765206

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

李瑾

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

lijin@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

张勤

021-68763879

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034