

策略研究小组

陈文招、王晶晶、苏舟

86-21-68407567

chenwz@cmschina.com.cn

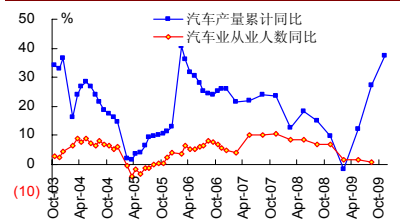
2009年12月6日

从复苏到扩张

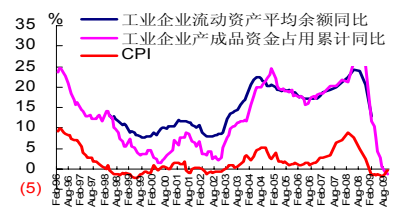
A股2010年度投资策略

重要数据

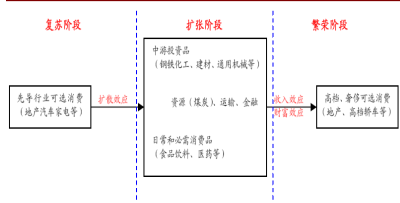
内需扩散效应会带动就业复苏



通胀会启动库存上升周期



复苏-扩张过程中的产业景气传导



相关报告

- 1、财政刺激和内生调节：经济“筑底”过程的产业景气轮动——A股2009年度投资策略之产业专题篇，2008年11月4日
- 2、外需将成为决定经济复苏斜率和股市前景的关键，2009年8月23日
- 3、CPI转正时市场形势有望再趋好，2009年8月30日
- 4、风雨已过，彩虹初现，2009年9月14日
- 5、真实复苏的希望——A股2009年四季度投资策略，2009年10月12日
- 6、反弹的步伐很可能已经迈出，2009年10月19日
- 7、复苏行情有望逐步进化为扩张行情，2009年11月9日

内容摘要：

经济周期由复苏进入扩张是大概率，经济扩张初期股市以慢牛为主要特征。配置方面，经济周期的同步或滞后行业景气度明年有望明显提升，建议上半年超配：金融、钢铁、化工、建材、煤炭、航空和运输、食品饮料等。

- 经济周期由复苏走向扩张是大概率。扩张指经济增长超越潜在水平、通胀进入上行周期但又未到恶性通胀的一段过程。扩张的内在逻辑和决定因素在于内需复苏的扩散效应、外需显著复苏及其各种带动效应、库存周期上升。
- 经济扩张初期行情通常为慢牛。在经济扩张初期，即复苏确认和加息周期之间，股市通常为慢牛，市场一方面需要通过业绩提升来消化复苏阶段已提升的估值水平，另一方面需要等待流动性第二阶段的强化。
- 经济扩张中期，行情的支持因素主要有存款外流和业绩超预期增长等。在经济扩张、通胀尚处于温和阶段，市场环境总体有利，支持因素包括储蓄资金的不断外流、出口恢复正常后的升值压力和热钱、业绩超预期增长等。
- 经济扩张末期，当通胀过高时（一般是CPI达3-4%以上），货币信贷严厉紧缩可能性增加，市场风险将提高。中国的经验，一般是当CPI达3-4%以上时，货币信贷会严厉收缩，届时流动性一方面受到央行收缩，另一方面被实体经济消耗过多，货币缺口（M2—名义GDP）将快速收缩，行情风险会增加。
- 通胀上行的速度和宏观政策调控的时点是影响市场节奏的关键。宏观政策可能发生明显变化的两个敏感时点，一个是上半年的3-4月份，一个是三季度。如果是前者，市场走势大体如N型；如果是后者，市场走势大体是倒V型。
- 经济周期的同步或滞后行业景气度有望明显提升。在经济复苏期，景气回升较快的行业主要是先导性行业如地产、汽车、家电、有色；随着经济向扩张阶段过渡，先导行业的景气度必然向更广泛的产业领域衍伸，这些行业主要包括中游投资品、上游资源品、服务业如运输和金融、必需消费品等。相比2009年，我们适度调低了地产、汽车、有色等先导性行业的配置级别。
- 行业配置结论和思路。我们建议上半年超配：金融、钢铁、化工、建材、煤炭、航空和运输、食品饮料等，这些行业大多数经济周期的滞后型行业，盈利或景气将趋于上升，估值水平仍具有安全边际。做出上述判断的重要逻辑值得强调：第一，PPI靠近或超越CPI后，投资品将逐渐跑赢消费品行业；第二，就投资品行业的中、上游而言，钢铁、化工等中游在温和通胀阶段盈利弹性大；有色在复苏阶段和高通胀阶段表现最好；上游煤炭的可投资期限最长，贯穿经济上行期；第三，在消费品里面，明年必需消费品跑赢可选消费品的可能性很大；第四，金融地产相比较，明年金融比地产更易于取得超额收益，地产在经济复苏阶段和高度繁荣阶段表现最好，而在经济从复苏走向扩张的阶段，地产往往需要等待居民收入提升来消化过高的房价收入比。

正文目录

序.....	5
一、由复苏到扩张：内需的扩散、外需的回归和库存加速.....	5
1. 内需复苏的扩散效应.....	5
2. 外需向正常水平回归.....	6
3. 库存周期的加速效应.....	8
4. 明年各增长动力及其趋势变化、经济周期的阶段和经济趋势.....	8
二、扩张期市场的推动因素、表现特征和核心风险.....	9
1. 经济扩张期市场的推动因素.....	9
2. 市场的特征：扩张初期股市通常为慢牛.....	11
3. 经济扩张期股市的核心风险、走势判断和行情结束的机理.....	12
三、复苏到扩张的产业轮动和行业选择.....	14
1. 由复苏到扩张的行业轮动思路.....	14
2. 投资品与消费品切换规律简析.....	14
3. 投资品之间的比较：中游原材料弹性大，上游景气持续时间长.....	15
4. 消费品之间的比较：明年必需消费品很可能优于可选消费品.....	17
5. 金融值得看好、地产取得超额收益的难度增加.....	17
6. 行业估值比较.....	19
7. 行业景气轮动和行业比较的重要结论.....	20
四、行业配置和主题投资机会.....	21
1. 经济复苏行情和经济扩张行情的主要特征比较.....	21
2. 行业配置.....	21
3. 主题投资机会提示.....	22

图表目录

图 1: 即使地产销售回落但期投资将继续回升.....	6
图 3: 2005 年以前私人投资滞后销售净利率 2 个季度.....	6
图 4: 2005 年后私人投资滞后于销售净利率一年左右.....	6
图 5: 美国新房可供销售月份回到正常区间.....	7
图 6: 美国现房销售折年率回到 2003 年水平.....	7
图 7: 美国个人收入和支出见底回升趋势明显.....	7
图 9: 美国去库存过程正在接近尾声.....	7
图 11: 通胀有助于启动库存上升周期.....	8
图 12: 经济从复苏到扩张的推动因素.....	8
图 13: 影响明年经济增长的主要因素趋势示意.....	9
图 14: 明年经济周期将步入扩张阶段.....	9
图 15: 居民储蓄存款增速随着 CPI 回升将会持续下降.....	10
图 16: 外贸形势和汇率变化关系密切.....	10
图 18: 过去几年内市场对上市公司业绩一致预期的变化轨迹.....	11
图 19: 利率刚提升时股市往往已经完成幅度最大的反弹.....	11
图 20: 利率刚提升时股市往往已经完成幅度最大的反弹.....	11
图 21: 利率刚提升时股市往往已经完成幅度最大的反弹.....	12
图 22: 利率刚提升时股市往往已经完成幅度最大的反弹.....	12
图 23: 全部 A 股的市盈率尚处于平均水平之下.....	12
图 24: 剔除金融业后的估值水平已经超越了历史平均趋势.....	12
图 25: 通胀周期决定利率周期.....	12
图 27: 两种市场走势取决于 CPI 上行速度和经济政策紧缩的时间点.....	13
图 28: 货币缺口快速收缩时行情将面临结束.....	13
图 29: 经济上行周期中行业景气演绎的逻辑过程.....	14
图 30: 最近 10 年来 PPI 三次向上穿越 CPI.....	15
图 32: 2002 年 12 月 PPI 超越 CPI 前后行业表现比较.....	15
图 34: 不同经济周期阶段的周期行业盈利增速比较.....	15
图 36: 煤炭基本是原材料中最抗周期且最滞后的行业.....	16
图 38: 去年以来新订单/库存与钢价的关联紧密.....	16
图 39: 下游工业品新订单库存比见顶回落.....	16
图 40: 有色和黑色金属新订单库存比低位反弹.....	16
图 41: 建材和造纸新订单库存比下降.....	16
图 42: 化工品新订单库存比均继续上升.....	17
图 43: 通用设备新订单库存比有抬头迹象.....	17

图 44: 经济上升期消费品通常经历“低端可选消费品-必需消费品-高端可选消费品”三段投资机会.....	17
图 45: 房价涨幅在经济复苏和高度繁荣阶段表现最佳.....	18
图 47: 经济扩张期地产取得超额收益的难度较大.....	18
图 48: 金融业利润增长明年有望明显加速.....	18
图 49: 银行业绩增长较为稳健保险弹性通常较大.....	18
图 50: 有色金属相对大盘估值接近 07 年高点.....	19
图 51: 黑色金属相对大盘估值处在平均水平偏上.....	19
图 52: 化工相对大盘估值处于平均水平左右.....	19
图 53: 采掘类相对大盘估值仍处在低位.....	19
图 54: 交运设备估值水平逼近历史高点.....	20
图 55: 家电相对估值水平尚具有吸引力.....	20
图 56: 食品饮料行业相对估值尚处于低位.....	20
图 57: 银行相对估值一路向下.....	20
表 1: 经济复苏行情和经济扩张行情的比较.....	21
表 2: 2010 年上半年行业配置建议.....	21

序

经济周期的阶段以及所对应的特征依然是决定资本市场和投资策略的根本因素，也是我们一直的分析框架和思路，无论是 2008 年三季度底的《透过货币缺口看经济周期和股市波动》，还是 2008 年年底的《财政刺激和内生复苏：经济筑底-复苏过程中的产业景气轮动》都立足于对经济周期阶段及其所对应的流动性、行业景气等诸方面特征的把握。

2009 年，中国经济成功的实现了由衰退到复苏的转折，然而，经济周期的上行过程有两个阶段：复苏和扩展。在经济复苏阶段，经济增长水平走出衰退的低谷并不断抬升，但是经济增长的水平一直低于潜在水平，整体的物价水平持续低迷甚至处于负增长状态，股市在经济复苏过程中所面临的最大机遇是流动性的充裕；最大风险在于经济复苏过程随时都可能面临夭折。

从行业表现上看，经济复苏阶段，经济回升的拉动力量很明显的集中在几个重点先导性行业上，譬如地产、汽车、家电等，由于复苏阶段经济上行的强度和涉及面仍有欠缺、企业和消费者预期的短期化、库存消化的时滞以及那些滞后型行业的产能过剩等原因，先导行业以外的其他领域复苏或被带动效应不是十分全面和显著。因此投资机会主要集中在几个重点的先导行业上，而其他行业的投资机会都是短暂的、脉冲式的，譬如今年的钢铁价格和股价的表现就充分的说明了这一个特征。

然而，在经济成功复苏之后，我们现在需要关注的核心问题应该是经济周期会不会走向下一阶段，即从复苏走向扩张，以及经济在从复苏走向扩张过程中股市的表现特征、影响因素和投资机会。

正是基于上述的思路，我们本报告研究的重点分为三个内容：一是从宏观经济层面分析经济由复苏到扩张的逻辑基础是否存在以及机理；二是研究经济复苏到扩张阶段的市场决定因素、表现特征以及核心风险；三是分析经济扩张期里的行业轮动和行业比较。

一、由复苏到扩张：内需的扩散、外需的回归和库存加速

我们认为，经济周期逐步由复苏走向扩张是大概率事件，所谓扩张是指经济增长超越潜在水平、通胀进入上行周期但又未到恶性通胀的一段过程，其内在逻辑和决定因素在于：

一是内需复苏的扩散效应，从行业角度，表现为先导行业复苏的扩散效应，体现在产业链关系上，也体现在就业、收入和消费上；从企业行为角度，表现为企业盈利恢复后资本开支增加，从而私人投资周期回升上；

二是出口显著复苏，从国际经济角度看，不同国家经济复苏的步伐并不一致，美国、欧洲等经济体的滞后复苏将带动中国出口进入显著回升阶段，外需的复苏可以直接拉动经济增长，更重要的是外需复苏同样可以通过就业、收入、私人投资效应等强化经济；

三是库存周期上行，从周期的类型看，经济周期复苏阶段，主要是个别先导行业复苏以及政府支出增加来到消化库存的过程，库存消化周期一旦进入尾声并开始步入上行周期，那么库存将会放大经济上行的力度。

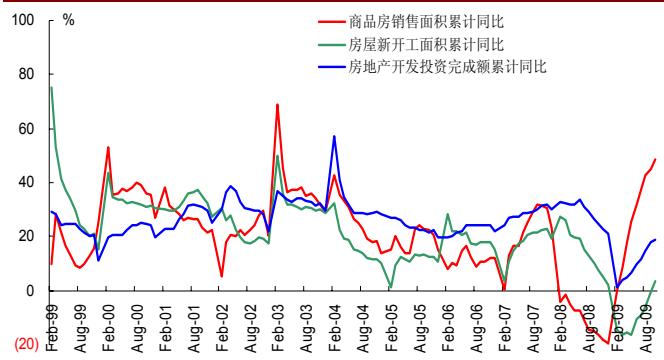
1. 内需复苏的扩散效应

从历史事实看，即便房地产销售增速出现回落，但是作为滞后指标的房地产投资很可能仍会继续回升，从而对其他滞后型行业如中上游的钢铁、化工、建材、煤炭等带动作用仍然会继续加强。

另外值得一提逻辑是，就业、收入增长和消费通常是滞后于经济周期波动一个节拍，大约半年至一年左右。我们以汽车行业为例，从数据中可以非常明显的看到汽车业就业数量增速滞后于产销量增速半年左右，即便明年汽车销售增长速度有所回落，就业扩大、收入增长必将有助于消费的增长。其实其他行业里也存在类似基本规律，企业在销售复苏的背景下，首先消化库存，其次增加产出提高产能利用率，进而将扩大就业和再生产。

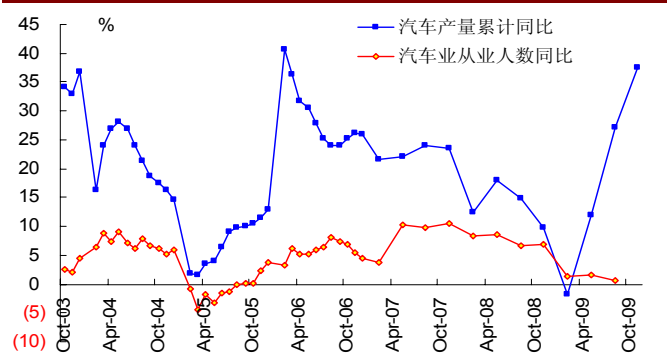
从另外一个角度看，民间投资的回升往往滞后于盈利能力 3-4 个季度，今年 2 季度后企业的资本回报率和销售净利率都开始出现回升，意味着明年二季度后民间资本开支增速回升是大概率。

图 1：即使地产销售回落但期投资将继续回升



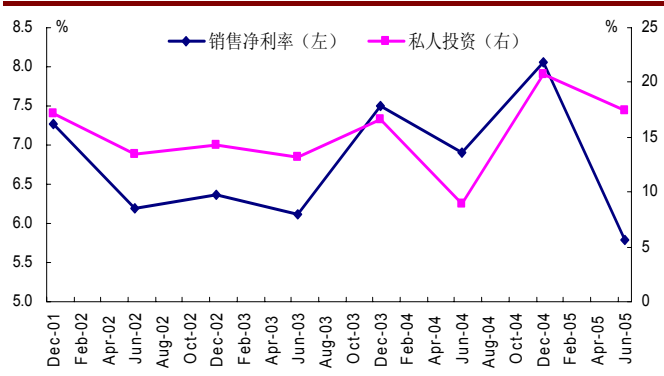
数据来源：WIND，招商证券研发中心

图 2：汽车销售复苏之后将带动就业滞后回升



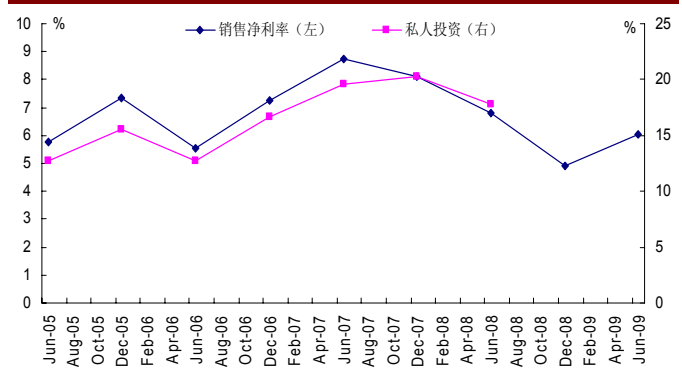
数据来源：WIND，招商证券研发中心

图 3：2005 年以前私人投资滞后销售净利率 2 个季度



数据来源：WIND，招商证券研发中心

图 4：2005 年后私人投资滞后于销售净利率一年左右



数据来源：WIND，招商证券研发中心

2. 外需向正常水平回归

按照我们对世界经济分工秩序和世界经济共生模式的理解，世界经济衰退的过程遵循“欧美发达国家-中国等制造业国家-澳大利亚等资源国”这样的次序，世界经济复苏的过程则相反，遵循“澳大利亚等资源国-中国等制造业国家-欧美等发达国家”次序，因此出口复苏是中国经济复苏过程“去库存-财政刺激-汽车地产-外需”的最后一个环节。

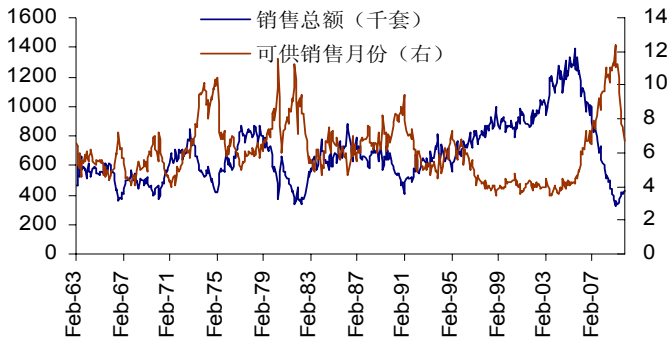
如果单从美国国内经济复苏过程看，大体上也按照去库存-提高产能利用率-扩大资本支出这样的逻辑展开，而后两个过程对中国的出口拉动都是十分有利的。从目前情况看，我们判断美国经济复苏正在由去库存阶段向后两个阶段转变。

美国的零售业库存销售比已经回到了正常区间，未来将进入带动生产的过程，我们不需多言。值得关注的是，房地产很可能是未来美国补库存、扩大资本开支的新领域：美国现房销售已经回到 2003 年的水平，房地产可供销售月份也回到了历史正常区间，未来最大的可能就是房地产进入开工和投资、拉动就业回升、失业率逐步见顶回落。

美国经济复苏的过程至少会持续到其通胀水平达到出现明显攀升并导致央行开始持续加息为止，从近二十年的情况看，美联储通常在美国CPI回升到1.5%之后才开始紧缩货币政策。

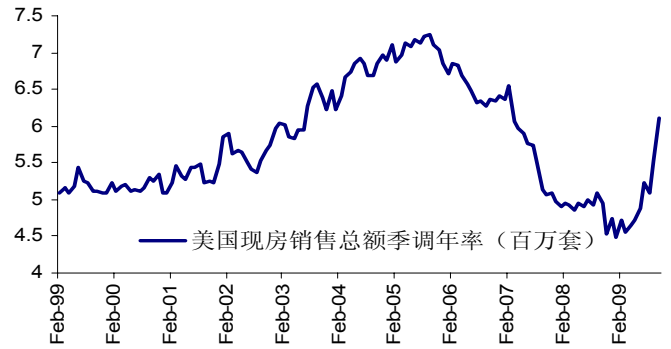
鉴于上述的分析，我们依然坚持未来至少一两个季度中国出口将大斜率回升，并通过就业、私人投资等效应强化内需。

图 5: 美国新房可供销售月份回到正常区间



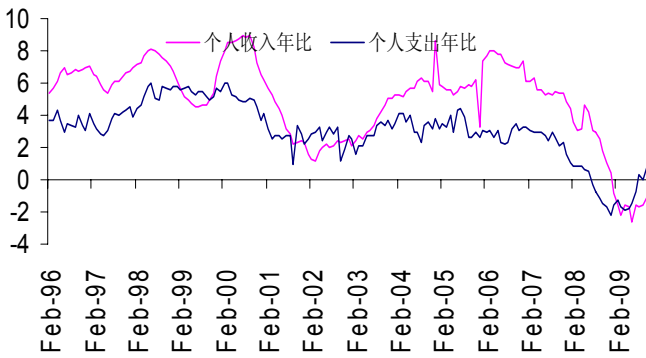
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 6: 美国现房销售折年率回到 2003 年水平



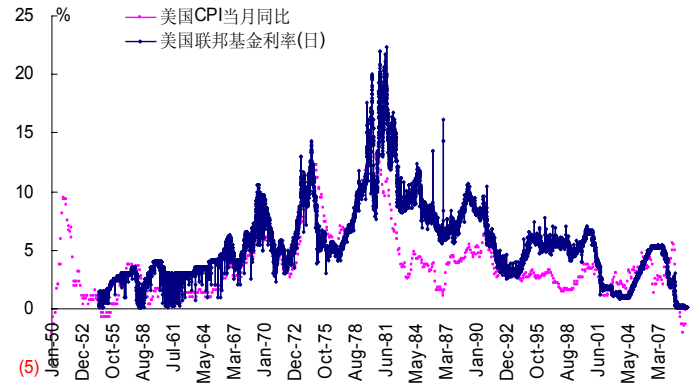
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 7: 美国个人收入和支出见底回升趋势明显



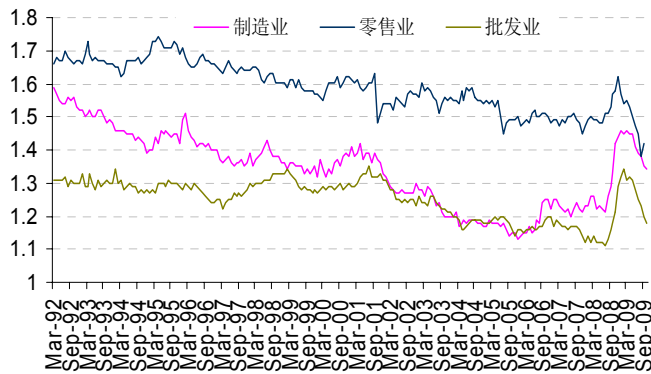
数据来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 8: 近 20 年来 CPI 同比低于 1.5% 之前美联储很少加息



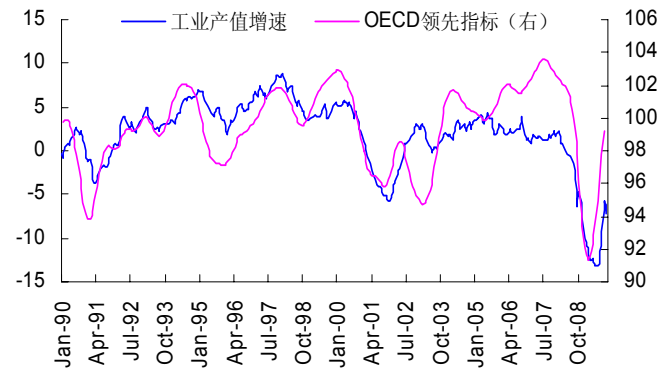
数据来源: WIND, 招商证券研发中心

图 9: 美国去库存过程正在接近尾声



数据来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

图 10: 领先指标显示美国工业生产恢复趋势明显

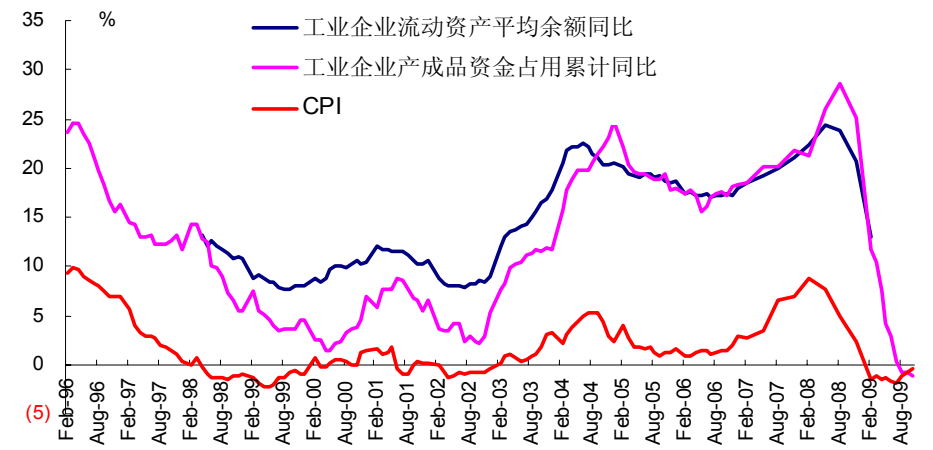


数据来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

3. 库存周期的加速效应

存货周期主要由通胀决定，当物价进入上行周期，存货通常也会进入加速上行的过程，从而成为扰动经济波动的重要因素，预计随着物价指数的转正回升，明年的存货将进入加速上行，这也是在经济上升周期中经济增长和业绩增长通常超出预期的重要原因之一。

图 11: 通胀有助于启动库存上升周期

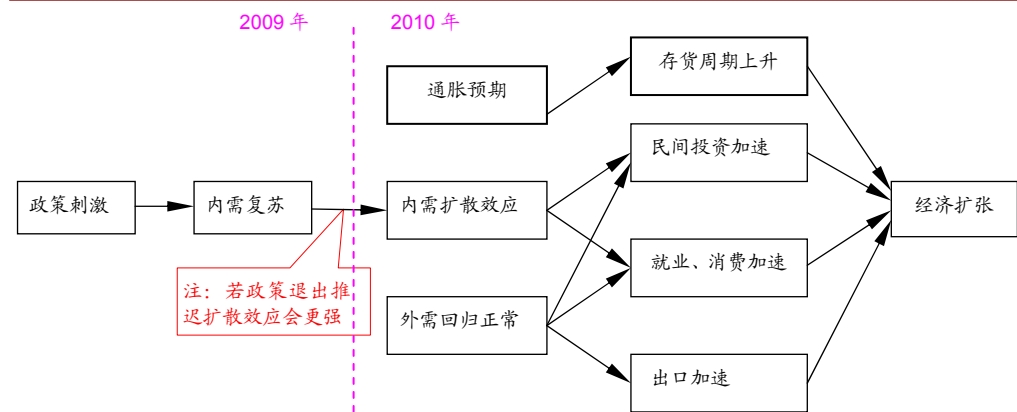


数据来源: WIND, 招商证券研发中心

4. 明年各增长动力及其趋势变化、经济周期的阶段和经济趋势

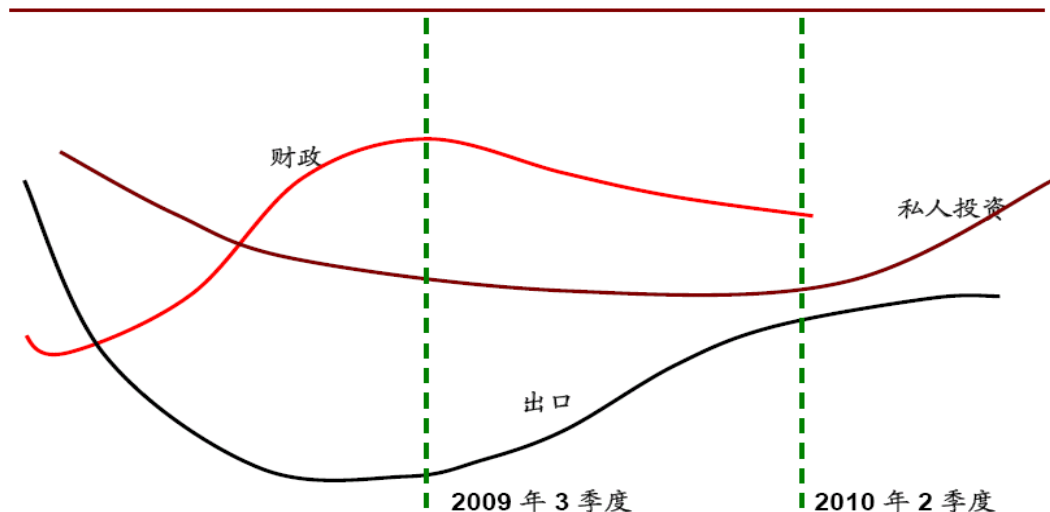
综合以上各个因素，我们将明年经济从复苏走向扩张的因素总结成如下逻辑示意图，并将影响明年经济增长的重要因素的趋势示意如下。大体上看，我们认为明年经济将由现在的复苏进入阶段性扩张，这一扩张过程会持续到通胀水平较高、政策开始明显紧缩为止，而在经济扩张使物价达到恶性通胀之前，资产价格上升基本上是必然的。

图 12: 经济从复苏到扩张的推动因素



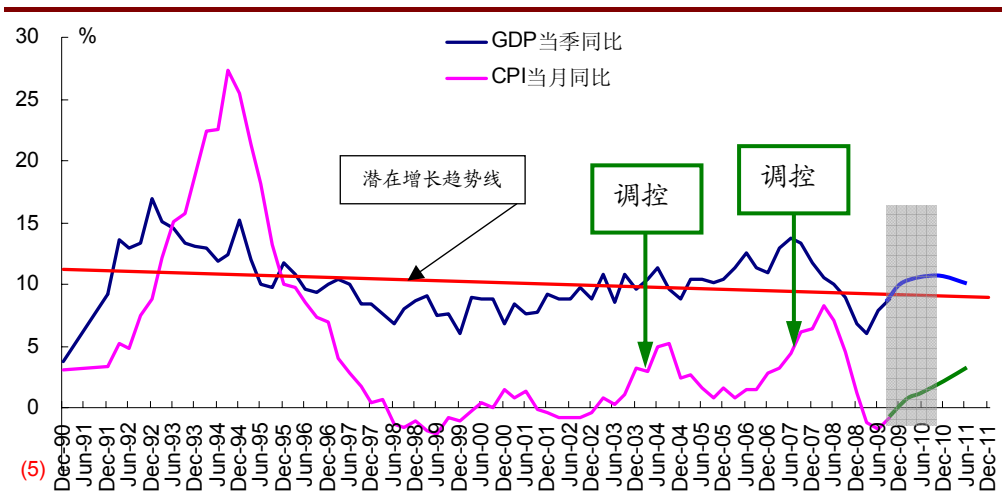
资料来源: 招商证券研发中心

图 13: 影响明年经济增长的主要因素趋势示意



资料来源: 招商证券研发中心

图 14: 明年经济周期将步入扩张阶段



数据来源: WIND, 招商证券研发中心

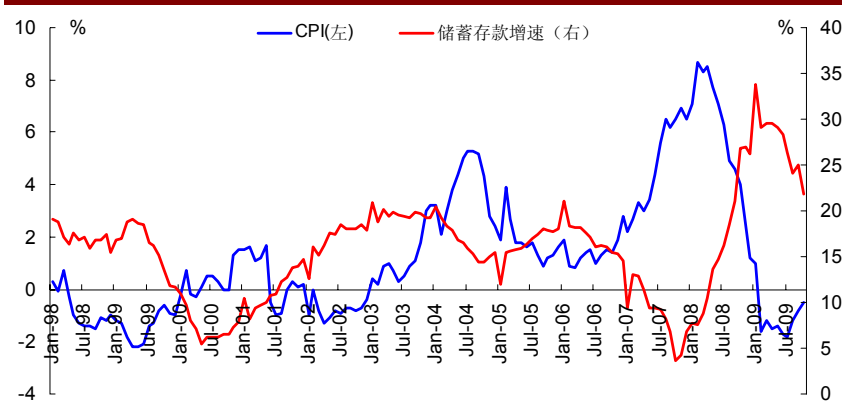
二、扩张期市场的推动因素、表现特征和核心风险

1. 经济扩张期市场的推动因素

(1) 通胀趋势和储蓄外流

我们对流动性的思路早在今年上半年就已阐明,在经济周期上升过程中流动性通常会有两个释放阶段:贷款增速上升和存款增速下降,这两个过程分别伴随着经济的复苏和扩展阶段。贷款增速上升刺激了经济复苏和通胀,当通胀开始进入上行周期时,流动性的第二阶段即存款增速下降便会逐步展开,原因在于存款增速的下降明显的受到通胀预期上升或者实际利率下降的影响。我们判断在信贷水平不出现显著、非理性收缩的情况下,存款增速的下降对股市流动性的影响很可能会大大增加。

图 15: 居民储蓄存款增速随着 CPI 回升将会持续下降

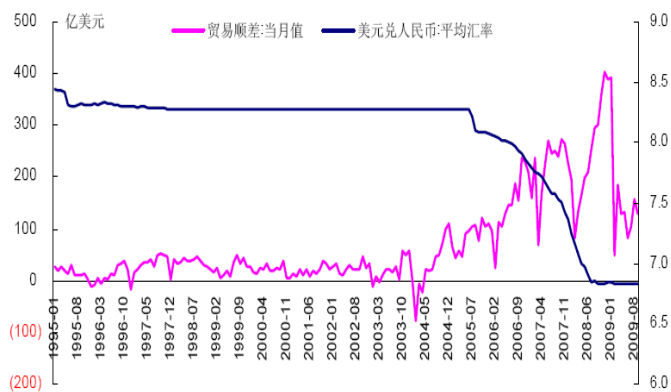


数据来源: WIND, 招商证券研发中心

(2) 汇率升值和资本流动

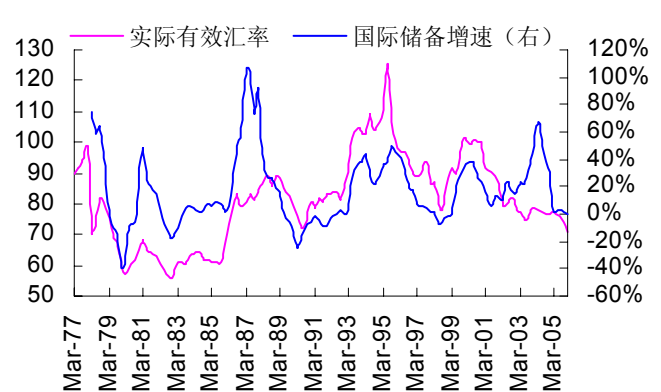
汇率升值很大程度上跟出口形势有关, 而汇率升值又很大程度上影响热钱等资本流动, 从而影响国内货币投资和流动性宽裕程度。我们认为, 随着出口的复苏, 明年上半年汇率升值压力和预期会增加, 热钱等资本流动更易于随着贸易项目夹带而入; 下半年出口正常化后, 汇率可能从新步入升值过程。从行业角度看, 汇率升值受益的航空、造纸等值得关注。

图 16: 外贸形势和汇率变化关系密切



数据来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 17: 日本实际有效汇率与国际储备波动

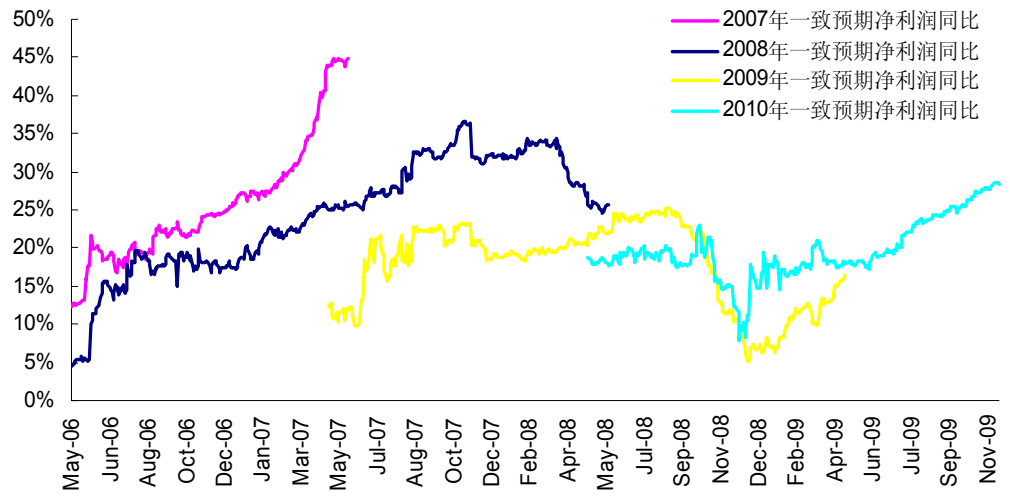


数据来源: CEIC, IFS, 招商证券研发中心

(3) 业绩增长很可能超预期

过去的历史事实显示, 在经济上升周期中, 人们对未来的业绩预期经常低于未来的实际情况, 随着时间的推移业绩预期通常面临上调; 相反, 在经济下降周期中, 人们对未来的业绩预期经常高于未来的实际情况, 因此随着时间的推移业绩预期通常面临下调。这说明, 在经济上行周期中, 人们通常对未来的预期是偏保守的, 在经济下行周期中人们反而通常是偏乐观的。如果此规律成立, 那么这意味着在未来经济进入扩张的过程中, 当前市场对未来的一致预期上调的可能性很大。这可能会成为支持未来市场的重要因素之一。

图 18: 过去几年内市场对上市公司业绩一致预期的变化轨迹



数据来源: WIND, 招商证券研发中心

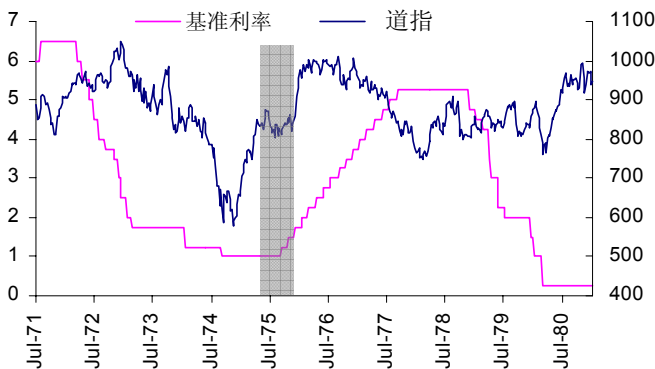
2. 市场的特征: 扩张初期股市通常为慢牛

慢牛是主要特征。扩张期其实就是经济复苏确认、通胀周期上行, 而加息周期初期的过渡阶段, 历史经验显示: 经济复苏确认之后至加息周期初期通常为慢牛或者是震荡牛市。

下面的数据是二十世纪七十年代之后美国几次利率周期所对应的股市表现。从历史情况看, 在降息末期至加息之前或加息初期, 股市往往已经完成经济复苏阶段幅度最大的反弹, 随着加息预期或者初次加息的展开, 市场通常进入盘整期或者“慢牛”阶段。由于经济增长仍然处于向上的趋势之中, 因此市场的风险并不大, 美股的波动通常在 10% 以内, 盘整期或者“慢牛”阶段的时间可能在半年到一年之间。随着加息周期的逐步展开, 而经济扩张被证实时, 市场通常进入新的加速上升阶段。

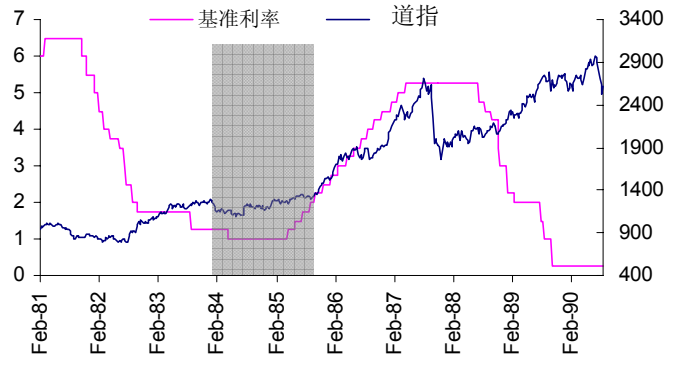
政策紧缩预期和估值水平空间的消耗是慢牛的重要原因之一。这种震荡牛市或者慢牛的原因很可能在于经济复苏确认之后, 市场对货币政策收缩预期下的流动性产生怀疑。而实际上, 流动性也的确会随着物价水平和经济增长快速提升被实体经济消耗更多, 导致估值水平上升空间受限。从目前 A 股扣除金融业之后的估值水平看的确已经明显超出了历史趋势水平之上, 因此我们认为明年股市的上涨空间主要来自于业绩提升的支持而非估值水平的大幅提升。总体而言, 明年大盘的收益率大概率会低于今年。

图 19: 利率刚提升时股市往往已经完成幅度最大的反弹



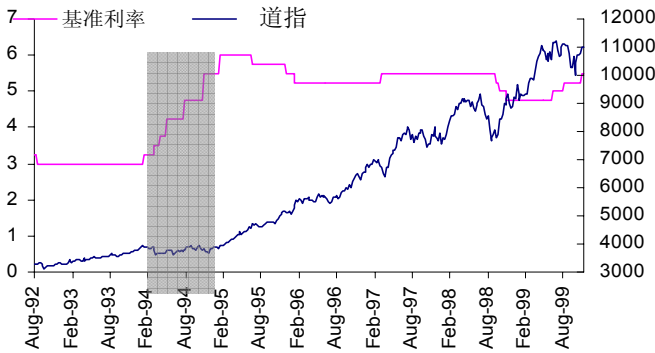
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 20: 利率刚提升时股市往往已经完成幅度最大的反弹



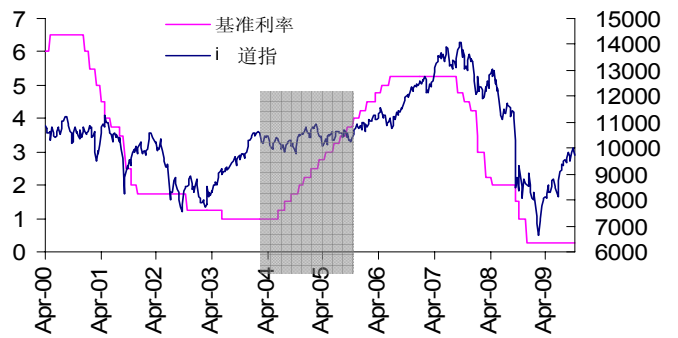
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 21: 利率刚提升时股市往往已经完成幅度最大的反弹



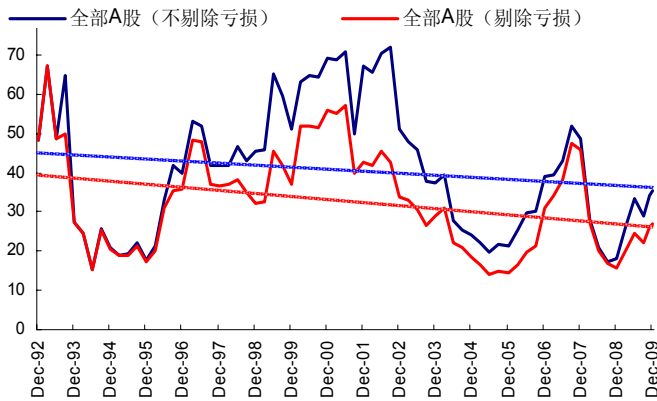
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 22: 利率刚提升时股市往往已经完成幅度最大的反弹



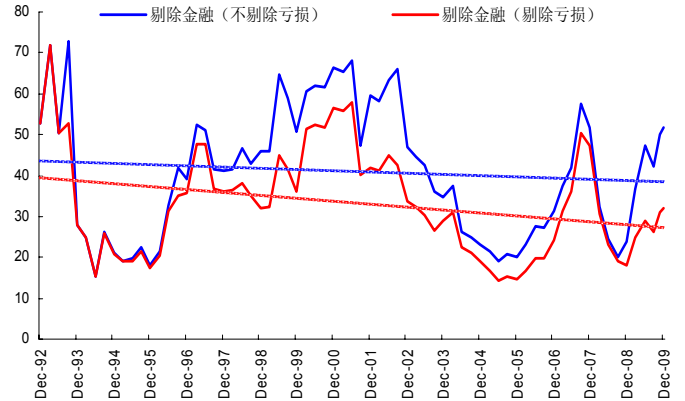
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 23: 全部 A 股的市盈率尚处于平均水平之下



数据来源: WIND, 招商证券研发中心

图 24: 剔除金融业后的估值水平已经超越了历史平均趋势



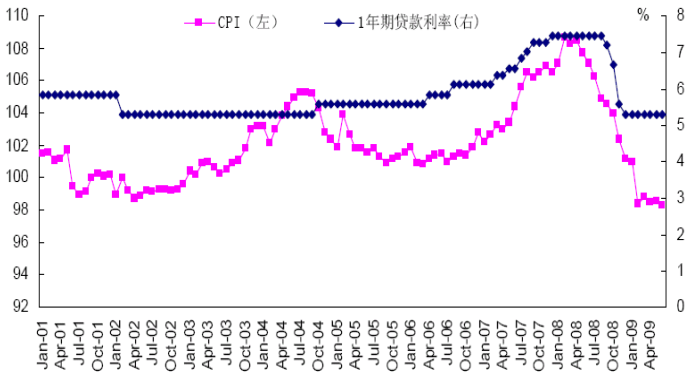
数据来源: WIND, 招商证券研发中心

3. 经济扩张期股市的核心风险、走势判断和行情结束的机理

如果说在经济复苏过程中, 市场的最大风险在于复苏随时都有可能面临夭折的话; 那么在经济扩张过程中, 市场所面临的最大的风险在于通胀水平过快上升从而导致货币政策发生根本性的改变。

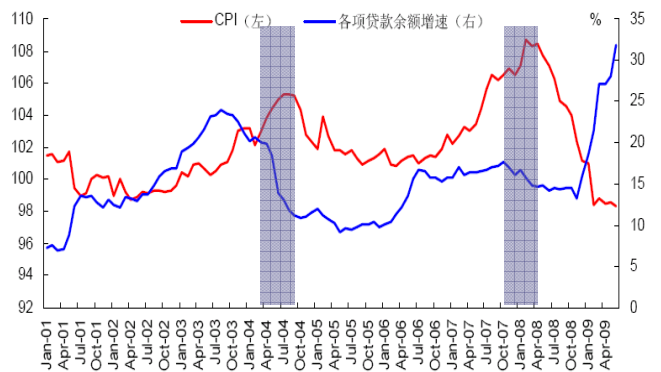
从过往的历史经验看, 国内货币信贷政策的严厉紧缩通常发生在 CPI 达到 3% 以后, 也即是说在经济进入扩张期、物价虽在上升但没有上升到足以让货币政策发生实质性改变之前, 股市是相对有利的阶段, 但经济扩张末期通胀水平高达 3-4% 以后风险将大增。

图 25: 通胀周期决定利率周期



数据来源: 中国人民银行, 招商证券研发中心

图 26: 严厉的收缩信贷通常在 CPI 达 3% 以上

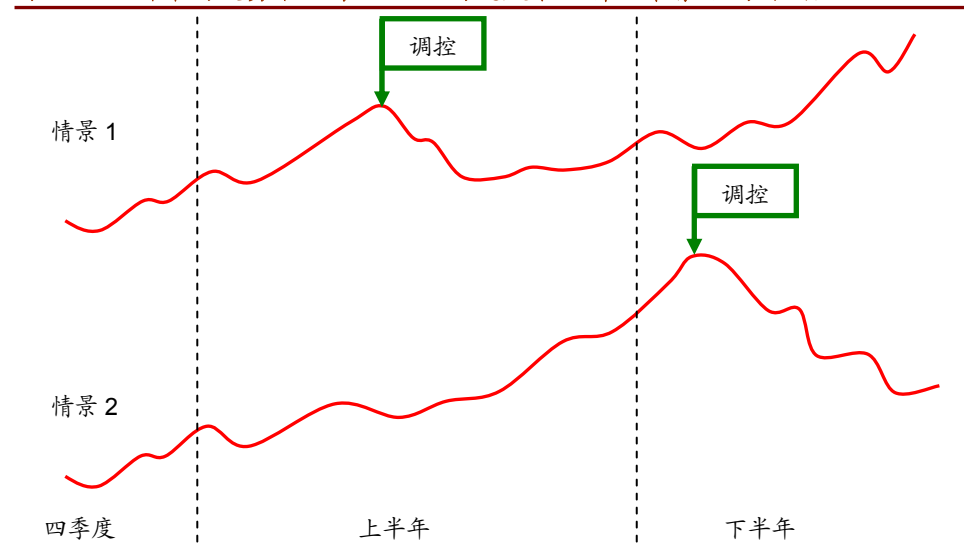


数据来源: 中国人民银行, 招商证券研发中心

通胀上行速度和宏观政策调控时点决定了明年股市的走势，我们认为有两种可能情景：
一种类似于 N 形。经济扩张速度和通胀回升过快，宏观调控或政策退出较早，市场可能会较早出现调整（一季度底二季度初是个重要时间点，一季度数据是个政府政策是否发生变化的重要参考）；但是较早的调控也通常意味着调控手段相对会较为温和，而且经历一定时间后，政策调控可能会告一段落并边走边看，甚至政策会有所回暖，市场重新进入上升。这种情形下，3-4 月份是个敏感时点；

另一种是倒 V 形。政府希望看到较长时间的高增长而容忍较高的通胀预期，政策调控或者退出较慢（调控时点若推迟到下半年，三季度是关键时点），市场可能在上半年先经历慢牛再经历快牛，但是一旦到了下半年通胀比较高时，政策也必将较为果断和严厉，市场回调的速度和幅度可能较大。该情形下三季度是市场变化的一个敏感时点。

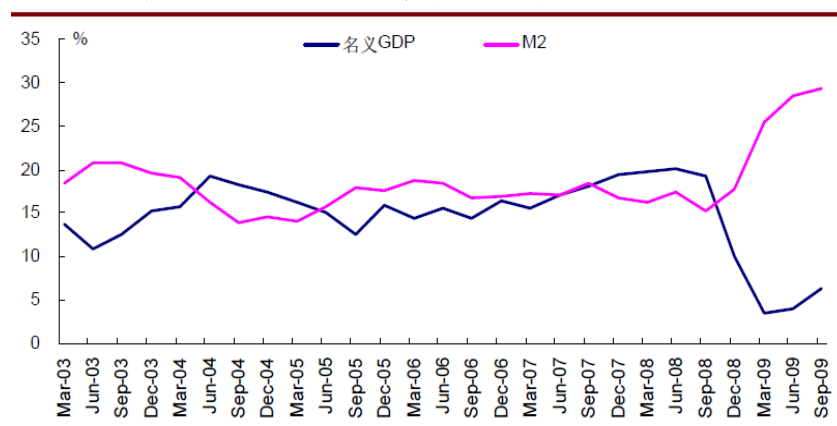
图 27：两种市场走势取决于 CPI 上行速度和经济政策紧缩的时间点



资料来源：招商证券研发中心

若换个角度，货币缺口仍然是观察行情变化的标志。上述的分析其实也可以用货币缺口逻辑解释（即通过货币供应量和名义 GDP 增速之差衡量资本市场流动性和市场拐点），当经济扩张引起通胀水平达到较高位置时，名义 GDP 必然快速提升，实体经济对流动性的消耗大幅提升；与此同时，货币政策也会因为通胀进入较严厉的收缩，一旦货币供应增速相当于或低于名义 GDP 时，行情也就要结束了，一轮经济上升周期也将结束。

图 28：货币缺口快速收缩时行情将面临结束



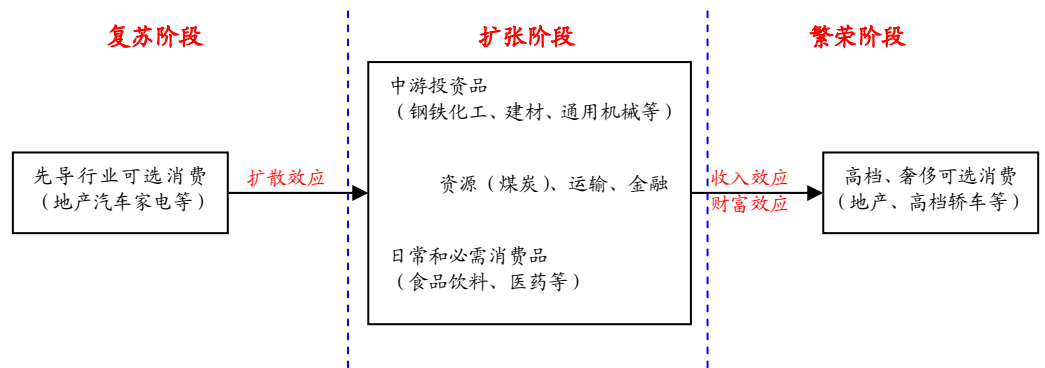
数据来源：WIND，招商证券研发中心

三、复苏到扩张的产业轮动和行业选择

1. 由复苏到扩张的行业轮动思路

经济在复苏阶段时，景气回升较快的行业主要是先导性行业和受益于政策刺激的行业如地产、汽车、家电、有色等，经济回升的主要支点也集中在少数的几个核心行业上；然而随着经济向扩张阶段过渡，先导行业的景气度必然向更广泛的产业领域衍伸，这些行业包括中游投资品行业、上游资源品、服务业如运输和金融、必需消费品等；当经济扩张持续一段时间后，经济出现繁荣，那么在收入效应和财富效应的带动下，高端的可选消费品如地产、高档轿车、奢侈品等才会迎来新一轮景气周期。

图 29：经济上行周期中行业景气演绎的逻辑过程



资料来源：招商证券研发中心

按照上述的逻辑，我们下文分三个层面展开分析行业景气轮动和行业比较：一是如何在经济扩张阶段比较周期类投资品和消费品的机会；二是如何比较周期类中的中游原材料和上游资源品；三是如何比较可选消费和必需消费品的投资机会。

2. 投资品与消费品切换规律简析

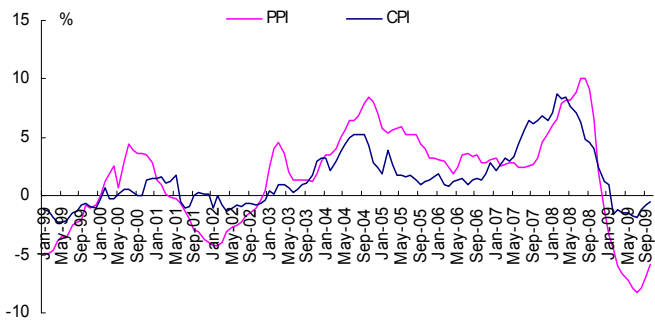
自从四季度策略报告以来，我们一直强调如下配置观点：建议超配“上游（煤炭）+下游（汽车、家电、机械和部分日常消费品行业）”的建议。其中下游消费品是超配的重要领域之一。进入四季度以来，下游消费品表现的确成为热点之一。然而，我们的理解是，投资品和消费品行业的这种表现基本上经济复苏过程中的特定阶段的特定表现，遵循上文中我们对经济进入扩张阶段物价指标将转正并上行的分析思路，大体上可以用 CPI 和 PPI 之间的关系作为把握投资机会转换时点的标志。

从历史数据上看，PPI 和 CPI 大体同步同向波动，但 PPI 的波动幅度通常大于 CPI。我们检验了在经济由复苏向扩张转变的过程中，PPI（或 CPI）向上穿越 CPI（或 PPI）时前后几个月的行业表现情况，大体结论是：在 PPI 向上穿越 CPI 之后，投资品行业表现有望逐步超越消费品；2007 年 4 月的情况是 CPI 超越 PPI，数据则相应显示，在 CPI 超越 PPI 后，消费品表现好于投资品。

因此，我们认为，未来消费品和投资品行业之间的转换时点可以观察 CPI 和 PPI 之间的关系，当 PPI 趋势快速回升并趋于超越 CPI 时，可以减持下游消费品行业而增持中游的原材料等投资品行业。

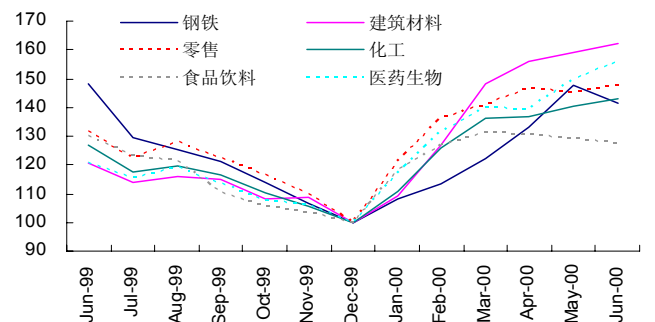
基于上述逻辑，我们建议明年上半年要将配置转换为中游和上游投资品。

图 30: 最近 10 年来 PPI 三次向上穿越 CPI



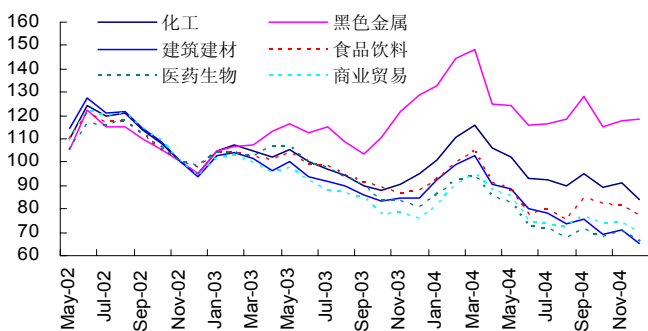
数据来源: WIND, 招商证券研发中心

图 31: 1999 年 12 月 PPI 超越 CPI 前后行业表现比较



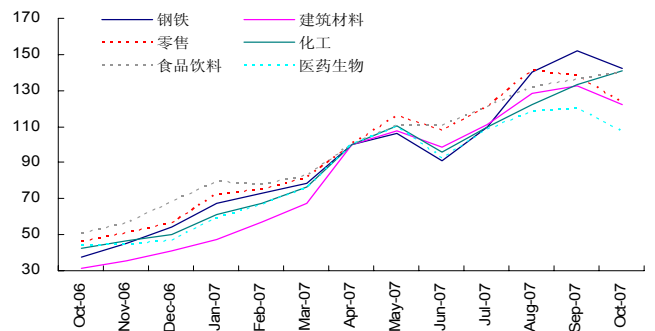
数据来源: WIND, 招商证券研发中心

图 32: 2002 年 12 月 PPI 超越 CPI 前后行业表现比较



数据来源: WIND, 招商证券研发中心

图 33: 2007 年 4 月 CPI 超越 PPI 前后行业表现比较



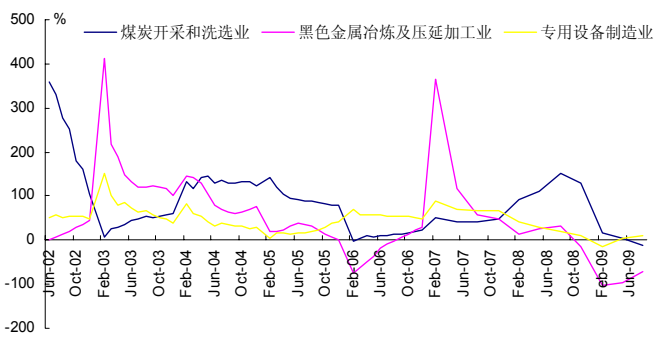
数据来源: WIND, 招商证券研发中心

3. 投资品之间的比较: 中游原材料弹性大, 上游景气持续时间长

如果以 PPI 周期阶段来划分投资品上中下游间的投资机会, 那么煤炭的可投资时段最长, 在 PPI 下行的后期和整个 PPI 上行的过程都适合于煤炭, 价格和盈利等数据均表明煤炭的抗周期能力和抗通胀能力都较强; 在 PPI 下行的后半段, 下游的机械开始具备较好的投资机会, 受益于政策刺激和成本下降; 在 PPI 上行的前半段比较适合于中游的钢铁, 此时钢铁等原材料行业的价格上升带来的收益弹性最大, 并开始挤压下游机械等的盈利能力; 在 PPI 上行的后半段即 PPI 达到大约 4% 以上的水平后, 钢铁等中游的盈利能力开始受到挤压, 而煤炭、有色仍具有投机价值。

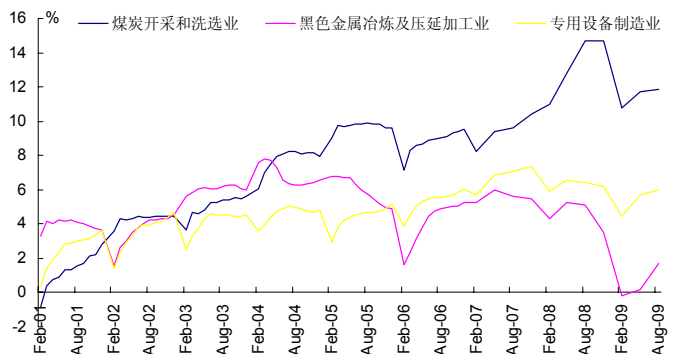
综上所述, 我们认为机械中的部分子行业仍可关注; 钢铁化工等中游原材料明年上半年跑赢市场的概率较大; 煤炭可投资时段会持续时间最长, 值得全年关注; 有色下一波机会需等待至通胀比较高时。

图 34: 不同经济周期阶段的周期行业盈利增速比较



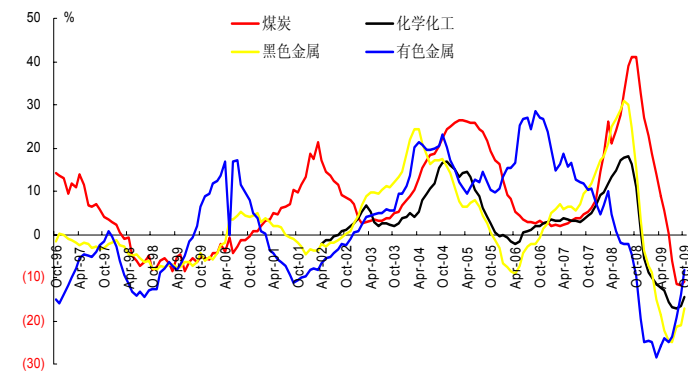
数据来源: WIND, 招商证券研发中心

图 35: 周期不同阶段的周期行业销售利润率比较



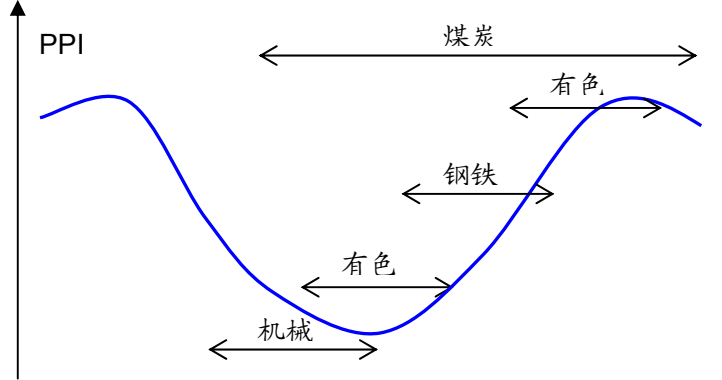
数据来源: WIND, 招商证券研发中心

图 36: 煤炭基本是原材料中最抗周期且最滞后的行业



数据来源: WIND, 招商证券研发中心

图 37: 投资品上中下游在不同阶段的配置示意

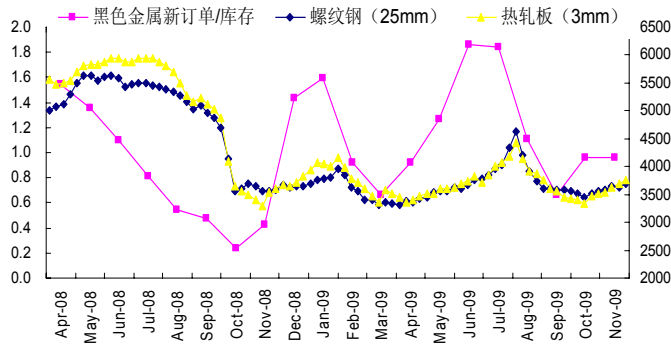


数据来源: WIND, 招商证券研发中心

细分行业短期趋势的比较方面, 我们建议根据行业的新订单库存比预判, 库存是经济增长和波动过程中缓冲器, 行业景气波动首先会反映在库存上。如果该比值在上升, 代表该行业有提升库存的需求, 景气度将趋于升高。以钢铁为例, 去年以来新订单库存比与钢价的中短期波动非常紧密。

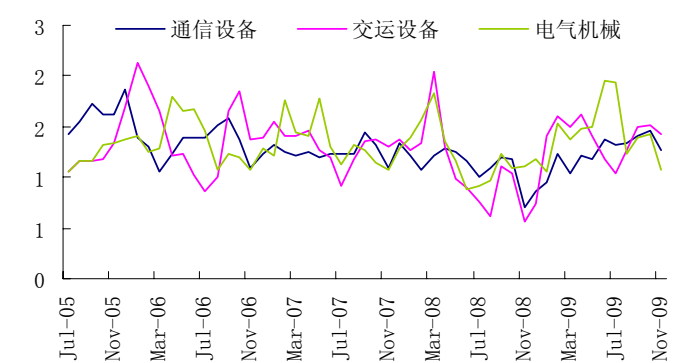
数据显示, 短期景气目前处于上升过程中的行业有: 钢铁、化工、有色、通用设备; 处于下降过程中的行业有: 建材、造纸、专用设备、金属制品、交运设备。

图 38: 去年以来新订单/库存与钢价的关联紧密



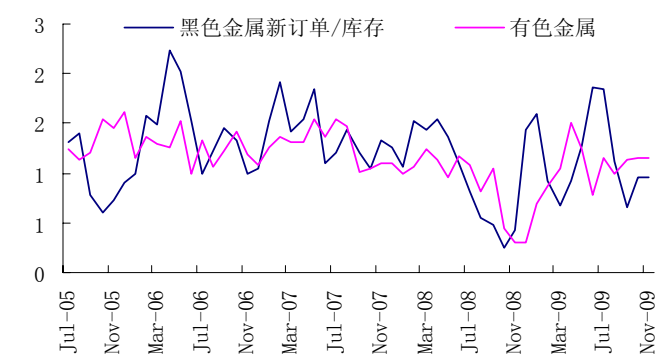
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 39: 下游工业品新订单库存比见顶回落



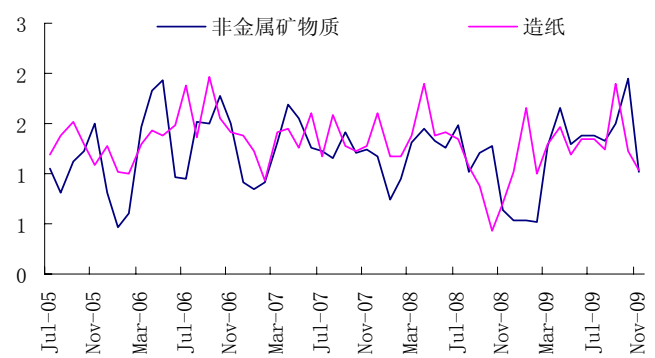
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 40: 有色和黑色金属新订单库存比低位反弹



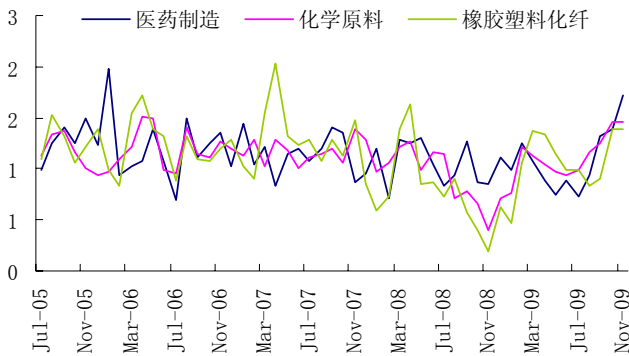
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 41: 建材和造纸新订单库存比下降



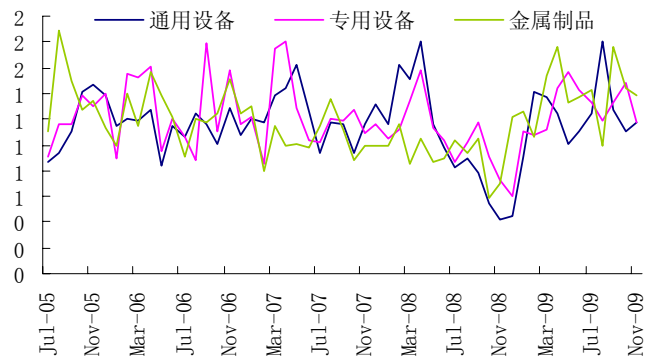
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 42: 化工品新订单库存比均继续上升



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 43: 通用设备新订单库存比有抬头迹象



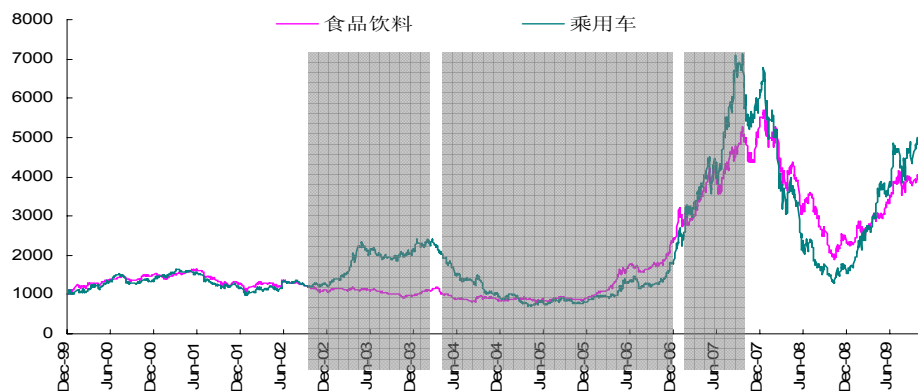
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

4. 消费品之间的比较: 明年必需消费品很可能优于可选消费品

就消费品投资策略之间的比较而言, 我们发现在一轮经济景气上升期中(即经济复苏-扩张-高度繁荣过程中), 一般消费品投资机会的切换会经历“可选消费(低端)-日常消费-可选消费(高端)”三个阶段。其中的道理不难理解: 在经济复苏阶段, 可选消费是先复苏的, 所以汽车、房地产和家电等一般表现较好; 随着经济复苏并逐渐进入扩张阶段, 就业增加、居民收入水平开始提高, 日常消费品的景气度开始提升, 因此日常和必需消费品的表现较好, 而此时随着原材料价格上升, 可选消费的成本压力开始增加; 到了经济高度景气的阶段, 可选消费尤其是高端品种往往因为经济极度繁荣或者财富效应而销售良好, 高端的可选消费品表现会较好。

正是基于上述规律, 明年就消费品而言, 日常和必需消费品(如食品饮料和农产品等)的表现很可能会比可选消费品的表现更好, 下图我们用历史上食品饮料和乘用车之间股价指数表现来说明日常消费和可选消费之间的比较。

图 44: 经济上升期消费品通常经历“低端可选消费品-必需消费品-高端可选消费品”三段投资机会



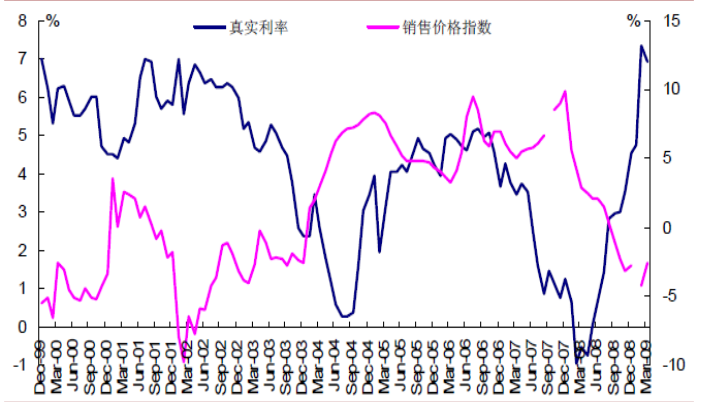
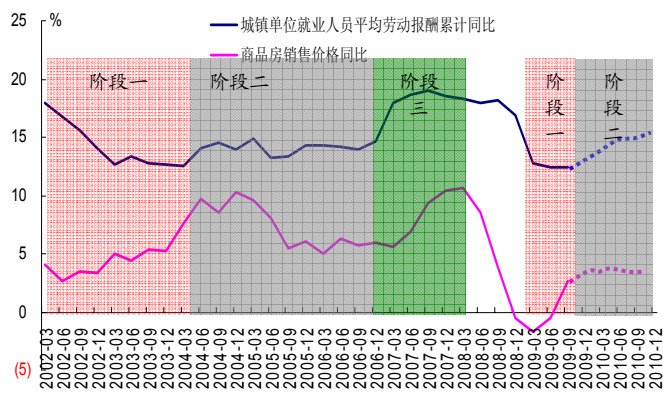
数据来源: WIND, 招商证券研发中心

5. 金融值得看好、地产取得超额收益的难度增加

地产明年有超额收益的难度较大。按照我们经济周期中产业景气演绎过程的理解, 地产作为先导行业率先有较好表现, 然后需要等待经济扩张后居民收入提升消化比较高的房价收入比, 因此地产业下一波景气度明显回升可能需要等待经济的繁荣。但是地产将迎

来实际利率下降的阶段，在通胀达到较高信贷出现实质性收缩之前地产景气度大幅下降的可能性不大。

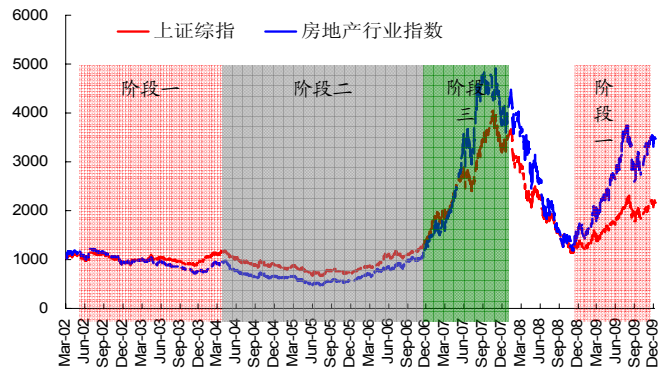
图 45: 房价涨幅在经济复苏和高度繁荣阶段表现最佳 **图 46: 真实利率下降有助于支持房地产景气回升**



数据来源: WIND, 招商证券研发中心

数据来源: WIND, 招商证券研发中心

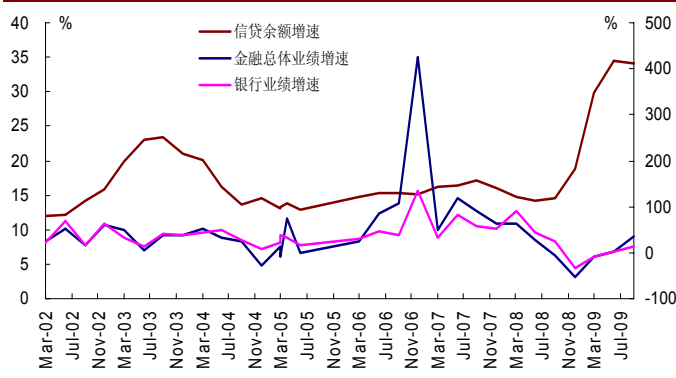
图 47: 经济扩张期地产取得超额收益的难度较大



数据来源: WIND, 招商证券研发中心

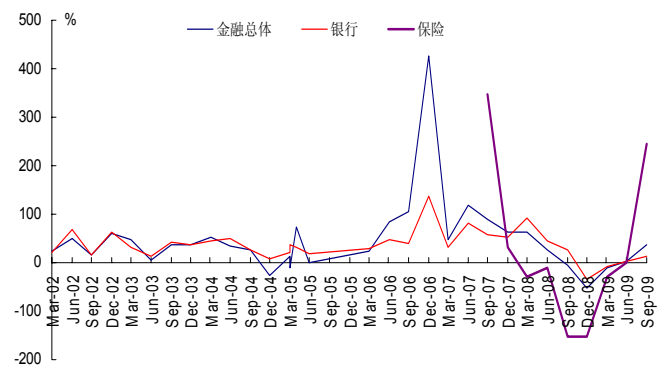
相对地产而言，我们认为金融的超额收益可能更大，金融是经济上行周期的中间阶段通常表现较好，一方面开始收获经济复苏阶段流动性释放后产生的业绩；另一方面在经济扩张阶段，受益于通胀上升、息差扩大、投资收益提升、汇率升值等。就业绩弹性而言，保险通常大于银行。

图 48: 金融业利润增长明年有望明显加速



数据来源: WIND, 招商证券研发中心

图 49: 银行业绩增长较为稳健保险弹性通常较大



数据来源: WIND, 招商证券研发中心

6. 行业估值比较

基本结论：从相对估值来看，估值方面尚具有吸引力的行业是：银行；采掘、钢铁、化工；家电、食品饮料；估值方面缺乏安全边际的包括有色和交运设备。

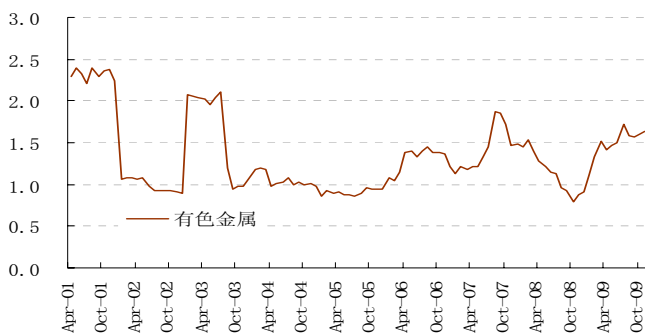
分析逻辑：在市场由流动性驱动进入到业绩兑现之时，在考虑趋势的同时，我们也需要考虑估值对业绩预期是否计入的影响。我们对几个主要代表性行业：有色、钢铁、化工、采掘、交运设备、家电、银行、食品饮料做了相对大盘（剔除金融）估值的测算，其中存在部分亏损行业有色、钢铁、化工用 PB 表示，其他盈利行业用 PE 表示。用相对估值的好处在于除了可以判断估值水平之外，还能对跑赢的阶段做一个大致的判断。

具体数据：

有色金属的两个超配阶段：经济复苏阶段和经济高速增长高通胀阶段，目前相对于大盘 PB 已接近 2007 年高点，若非经济快速进入繁荣后期，则可理解为股价已经计入了大部分好转的预期；

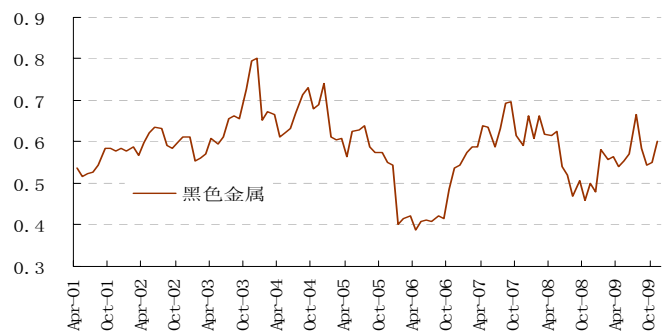
黑色金属的超配阶段：经济进入扩张期之后。目前相对于大盘 PB 处在平均水平偏上。

图 50：有色金属相对大盘估值接近 07 年高点



资料来源：WIND，招商证券研发中心。此处估值指 PB

图 51：黑色金属相对大盘估值处在平均水平偏上

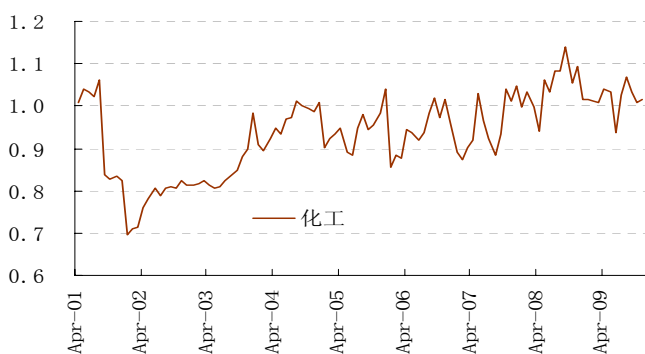


资料来源：WIND，招商证券研发中心。此处估值指 PB

化工的超配阶段：化工的波动较大，相对 PB 在 0.9 和 1 之间波动，可能与其多子行业相关，若能把握波段，其机会也较多。另外在高通胀期也表现出了一定的防御性。目前估值处于一般平均水平；

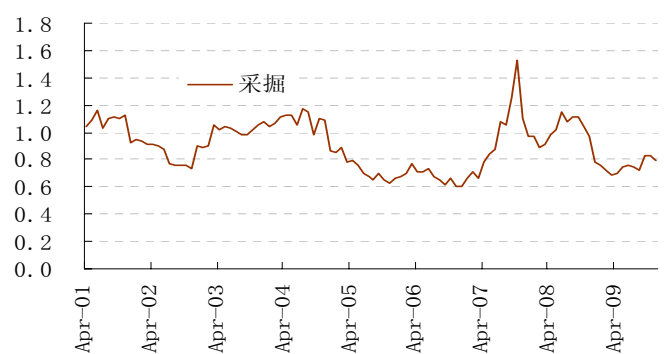
采掘类：一般在繁荣期和高通胀期。目前相对于大盘 PE 处在历史低位，估值具有吸引力。

图 52：化工相对大盘估值处于平均水平左右



资料来源：WIND，招商证券研发中心。此处估值指 PB

图 53：采掘类相对大盘估值仍处在低位



资料来源：WIND，招商证券研发中心。此处估值指 PE

交运设备的超配阶段：行情初期，先导性行业特点，07年2月份后基本跑输。目前相对于大盘 PE 处在逼近历史高点，估值吸引力下降；

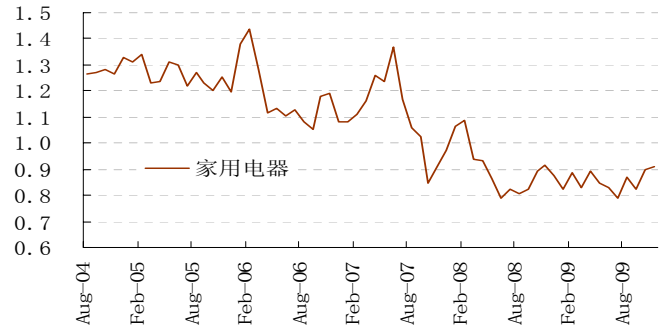
家电：先导行业，主要表现阶段在经济复苏期，但目前相对估值尚具有吸引力。

图 54：交运设备估值水平逼近历史高点



资料来源：WIND，招商证券研发中心。此处估值指 PE

图 55：家电相对估值水平尚具有吸引力



资料来源：WIND，招商证券研发中心。此处估值指 PE

食品饮料：2003 年以来估值一直处于提升状态，这一方面可能与上市公司的质变有关，另一方面确实也显现出了一定的进攻性，相对估值高点出现在 2007 年 1 月份，下跌过程中显现出一定的防御性。目前相对估值处于低位，具有吸引力；

银行：自从 2007 年上半年相对估值出现高点之后，相对估值一直创新低。具有吸引力，存在反转的机会，经济进入扩张阶段后有望迎来收获季节。

图 56：食品饮料行业相对估值尚处于低位



资料来源：WIND，招商证券研发中心。此处估值指 PE

图 57：银行相对估值一路向下



资料来源：WIND，招商证券研发中心。此处估值指 PE

7. 行业景气轮动和行业比较的重要结论

第一，未来要逐步逢高减低消费品配置而增加周期类行业配置，其重要标志是 PPI 超越 CPI；

第二，就周期类行业而言，钢铁、化工等原材料可能在明年上半年阶段性表现较好，但就持续性而言，中游原材料的表现不如上游煤炭的可持续性；

第三，在消费品里面，明年必需消费品跑赢可选消费品的可能性很大；

第四，金融地产比较而言，明年金融比地产更易于取得超额收益，地产需要等到居民收入效应和财富效应的提升来消化复苏阶段房价收入比的提升压力；

第五，考虑估值因素，银行、煤炭、钢铁、化工、食品饮料等行业相对估值水平仍有比较明显的安全边际，估值比较的结论与前面几点行业景气轮动思路也比较吻合。

四、行业配置和主题投资机会

1. 经济复苏行情和经济扩张行情的主要特征比较

表 1: 经济复苏行情和经济扩张行情的比较

行情特征	复苏行情	复苏向扩张的过渡	扩张行情
时间段	去年底至今年 7 月底	今年 8 月份至四季度	明年上半年
重要观察指标	货币缺口 (M2-名义 GDP) 由负转正; 货币信贷增速见底回升、财政政策刺激	M2 和固定资产投资均见顶右行、同时出口增速未见明显上行	CPI 转正上行, 居民和企业存款余额增速持续明显回落
流动性	货币信贷投放	担心政策退出而经济内生扩张期又未到	居民储蓄和企业存款外流、升值预期和热钱
业绩	业绩仍在负增长, 主要看去库存-订单-产销量的恢复, 以及环比	怀疑经济复苏和业绩增长的可持续	产能利用率上升甚至趋于上限-产品价格上涨-业绩加速回升
关键风险	复苏随时可能夭折	复苏后没有进入扩张	经济过热、政策紧缩
投资机会	先导行业、政策支持行业如地产、汽车家电、大宗商品等	上游 (煤炭)、下游 (可选消费和日常消费)	金融、中游 (钢铁化工)、上游 (煤炭)

资料来源: 招商证券研发中心

2. 行业配置

根据上文对宏观经济、市场特征, 尤其是对行业轮动和行业比较分析, 我们建议上半年超配: 金融、钢铁、化工、建材、煤炭、航空和运输、食品饮料等。

相对于 2009 年, 我们 2010 全年对主要行业的配置观点做出如下调整:

调高配置级别的行业有: 金融、煤炭、食品饮料等必需消费品、航空等;

维持配置级别的行业有: 钢铁、化工、建材、机械等;

调低配置级别的行业有: 地产、有色、汽车等。

表 2: 2010 年上半年行业配置建议

板块名称	初始权重 (2009 年 11 月 30 日)	超配	标配	低配
石油石化	7.2%		7.2%	
煤炭	3.7%	6.5%		
钢铁	3.5%	6.5%		
基础化工	3.8%	5.5%		
建材	1.8%	2.5%		
有色	3.3%		3.3%	
造纸	0.7%		0.7%	
汽车	3.1%		3.1%	
电力设备	1.8%			1.2%
机械	2.5%		2.5%	
军工	0.5%			0.0%
建筑	1.7%			0.4%
综合	0.6%			0.0%

板块名称	初始权重 (2009年11月30日)	超配	标配	低配
家电	1.5%		1.5%	
零售	3.2%		3.2%	
旅游	0.6%		0.6%	
纺织服装	1.2%		1.2%	
医药	4.1%		4.1%	
农业	1.6%	2.0%		
食品饮料	3.6%	4.9%		
保险	2.4%	4.0%		
银行	23.1%		23.1%	
证券	3.3%			2.3%
房地产	6.5%			3.1%
计算机	1.4%			0.4%
电子	1.3%			0.4%
传媒	0.8%		0.8%	
通信服务	1.0%			0.4%
航空机场	1.0%	2.0%		
水陆运输	4.4%	5.5%		
通信设备	1.0%			0.4%
电力	3.2%			0.7%
公用事业	0.6%			0.0%
合计	100.0%	39.4%	51.3%	9.3%

数据来源: WIND, 招商证券研发中心

3. 主题投资机会提示

主题投资机会方面, 我们认为明年不乏热点, 如股指期货、融资融券、世博、区域经济如新疆板块、经济结构调整和低碳经济等。在诸多热点中, 我们认为最值得关注、最有持续性的是经济结构调整相关的内容, 毫无疑问这是中国政府明年的重点工作之一, 同时也是经济复苏后中国经济中长期发展的立足点, 因此我们建议多关注。结合中国政府的政策导向以及日本等国工业化中后期经济结构调整的经济规律, 我们认为可以关注的投资机会包括: 产业升级方向的精密仪器、机械装备、新能源、节能减排、环保、传感网、物联网、微电子和光电子材料和器件、新型功能材料、高性能结构材料、纳米技术和材料等领域、医药、探索空间、海洋和地球深部等方面。

分析师简介

陈文招: 南开大学经济学硕士。曾工作于国家发改委经济运行局。2004 年来在长江证券等公司负责宏观经济、投资策略、产业比较和选择等方面的研究。2007 年 9 月加盟招商证券研发中心，负责策略研究。

王晶晶: 华中科技大学管理学硕士，招商证券研发中心策略分析师。

苏舟: 上海交通大学经济学硕士，招商证券研发中心策略分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。