

2013 年 6 月 16 日

不破不立

投资策略定期报告

证券研究报告

■与全球资本市场相比，中国资本市场尽管在今年上半年出现了成长股的结构行情，但整体市场表现疲软。站在当前的时点上展望下半年，投资者目前最为关心的问题有两个：一个是下半年市场是否会出现趋势性行情？另一个是下半年市场是否会出现重大的风格转变？

■按照财务学原理，一家企业的价值等于企业未来能够获得的现金流的贴现，企业价值只和三个因素相关，一个是当期的现金流，一个是现金流的增速，一个是贴现率（包括无风险收益率和风险溢价）。一个国家或地区的股票市场投资价值，就是所有上市公司价值的总和。

■中国资本市场表现欠佳，主要的原因是：第一，上市公司的整体自由现金流在过去三年不断恶化，盈利的上升严重依赖资本开支，导致盈利能力下降；第二，由于利率市场化的推进，大量理财产品出现，加之地方政府和企业部门庞大的资本开支，全社会无风险收益率上升了一个平台，市场估值重心反复下移。

■而与中国股市形成鲜明对比的是美国股市，上市公司盈利水平上升，资本开支下降，自由现金流不断改善。同时，量化宽松政策的推出将无风险收益率压至低位。因此，中美股市在过去一段时间里走出相反的趋势就不难理解了。但是，值得注意的是，美国企业的盈利改善正在放缓，长期国债收益率正在快速上升。我们据此推测，欧美股市下半年的表现将会逊色于上半年。

■由于中国企业盈利能力恶化，利率水平不降反升，因此，A 股市场在长周期表现出弱势，短周期则受到风险偏好的摆动主导。而风险溢价水平的摆动持续时间相对很短，行情通常短促而剧烈。并且以中小板和创业板为代表的题材类股票和高 beta 值类股票相对于沪深 300 指数出现了巨额的超额收益。

■展望下半年，最容易出现风险的不是流动性层面的变化，而是经济基本面预期的变化。经济预期的调整同时可能引发一系列政策的调整，因此我们预期下半年的驱动力将出现变化，市场的挑战和机遇很可能围绕经济这条主线展开。预计出口和房地产投资减速是触发经济调整的主要原因。

■从企业盈利、无风险收益率、风险偏好这三个维度观察中国资本市场，我们预计下半年 A 股市场的投资机会可能弱于上半年。机会主要产生于对政府对冲经济增速重新下滑的预期，以及改革红利的进一步落实。在行业配置方面，我们建议重点关注低估值、弱周期类行业。包括银行、交通运输、食品饮料、汽车、家电、医药等。

■风险提示：经济重新出现下行趋势；政策转向的时点晚于预期。

程定华

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020035
chengdh@essence.com.cn
021-68766193

诸海滨

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020005
zhuhb@essence.com.cn
021-68766170

范妍

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020012
fanyan@essence.com.cn
021-68765053

相关报告

放水养鱼	2013-05-28
检验“弱复苏”的含金量	2013-05-06
平衡木上的艺术	2013-04-03

与全球资本市场相比，中国资本市场尽管在今年上半年出现了成长股的结构行情，但整体市场表现疲软。站在当前的时点上展望下半年，投资者目前最为关心的问题有两个：一个是下半年市场是否会出现趋势性行情？另一个是下半年市场是否会出现重大的风格转变？

在做出判断之前，我们需要分析清楚几个问题：

第一个问题是：为什么最近三年来中国资本市场似乎面临着更好的宏观环境，而指数的表现却显著弱于成熟市场？

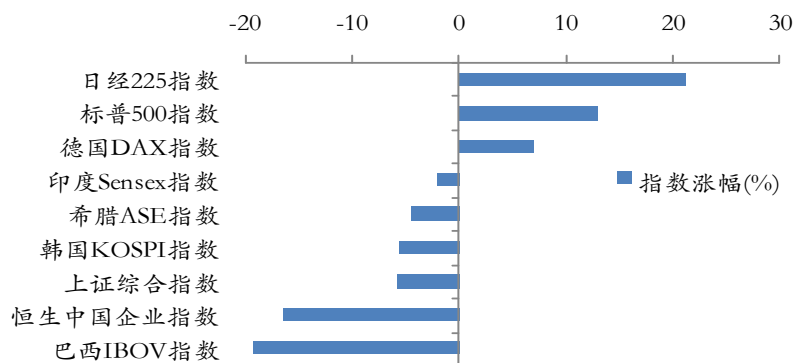
第二个问题是：什么因素推动了 A 股市场的成长股行情？

第三个问题是：所有的这些因素会很快发生改变吗？

1. 为什么 A 股市场表现弱于成熟市场？

近三年来，海外市场的表现大体好于 A 股市场，美股从 2009 年至今上涨了约 137%，2010 年以来每年均录得正收益。今年年初以来，从全球股市表现来看，欧美股市再一次好于 A 股市场(见图 1)。无论是普通的投资者还是经济学家，普遍将此现象归因于海外三轮 QE 的释放。许多专业的机构投资者甚至预言：欧美股市就是一个新的泡沫，在 QE 退出、国债收益率上升的背景下，泡沫将很快破灭；而中国资本市场估值水平处于历史低位，投资价值更高。事实果真如此吗？

图 1：年初以来各国股指涨幅



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

注：数据截至 2013 年 6 月 13 日。

1.1. DCF 模型揭示的真相

按照财务学原理，一家企业的价值等于企业未来能够获得的现金流的贴现，企业价值只和三个因素相关，一个是当期的现金流，一个是现金流的增速，一个是贴现率（包括无风险收益率和风险溢价）。一个国家或地区的股票市场投资价值，就是所有上市公司价值的总和。

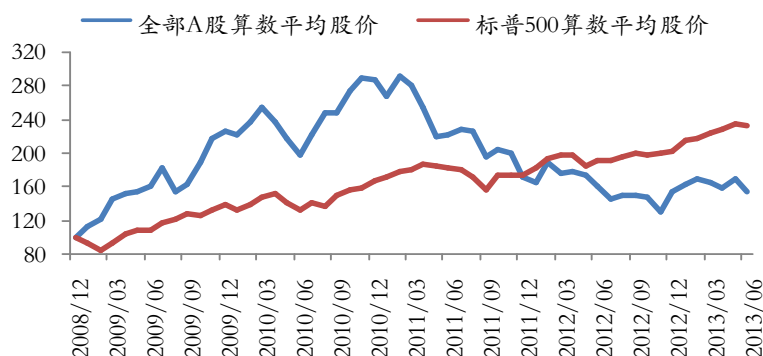
在实践的过程中，我们观察到股票市场的波动可以由其中任意一个单一因素推动。其中，由于无风险收益率和风险溢价水平下降所推动的上涨我们统称为流动性推动的上涨，其表现形式是估值水平大幅度上升，题材类股票和高 beta 值类股票出现超额收益。

我们认为，QE 不是推动美股上涨的主要原因。如果是流动性推动的市场行情，美国市场估值中枢应该会出现大幅波动，例如在 1996 年-1997 年、2006 年-2007 年，A 股市场曾经由于充裕的流动性出现估值大幅上升。

以美股的算术平均股价为例，我们可以发现美国市场的波动几乎可以忽略，过去 3 年中，美股每个月基本上都出现了小幅上涨。在这个现象背后是美股异常稳定的估值中枢。2010 年-2012 年，美股的预期 PE 反复在 11 倍到 12 倍波动，只有少数几个月份美股的估值下降至 10 倍或者上涨至 13 倍。同时，我们也没有观察到 beta 值更高的 Nasdaq 指数相对于标准普尔 500 指数出现超额收益。

短周期来看，美股数次估值波动主要是受到欧债危机、美国债务上限、美国财政悬崖等系统性风险影响，这很难用 QE 推动去解释。因此我们推断如果在美国经济好转的情况下，美联储选择在下半年逐步削减国债购买规模，并不一定造成美股出现显著的调整。（见图 2-图 6）

图 2：2008 年 12 月 31 日至今中美股市差异



数据来源：Bloomberg, Wind, 安信证券研究中心

注：1、数据截至 2013 年 6 月 13 日。

2、采用算术平均股价。

3、标普 500 样本为最近一期的标普成分股且在 2008 年 12 月 31 日以前上市的计算。

图 3：标普 500 预期 PE 的波动



数据来源：Bloomberg, 安信证券研究中心

注：PE 选择彭博对次年企业盈利的一致预期数。

图 4：全部 A 股预期 PE

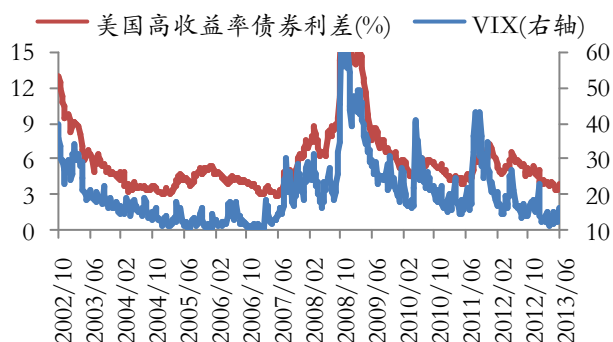


数据来源：Wind，安信证券研究中心

注：1、企业预期 PE=总市值/第二年实现的实际净利润

2、2013 年预期 PE=当前总市值/(2012 年实现净利润* (1+10%))

图 5：美国 VIX 指数和高收益债券利差



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

注：高收益债券利差=垃圾债收益率-国债收益率

图 6：希腊与德国 10 年期国债收益率价差



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

如果排除风险溢价短期波动的影响，美股市场核心的推动力来自于企业盈利。过去 3 年以来（2009 年 12 月-2012 年 12 月），美股估值（TTMPE）下降 21%，标普 500 每股盈利上升 63%，标普 500 指数上涨 28%，主要来自企业盈利和自由现金流改善的推动（见表 1）。

而沪深 300 指数在过去 3 年中（2009 年 12 月-2012 年 12 月），估值(TTMPE)下降 32%，企业盈利实际增长 3%，指数实际下跌 29%，估值的调整是影响市场表现落后的主要原因（表 2）。由此可见，A 股市场长期以来的波动更依赖于无风险利率和风险溢价水平的变化。

表 1：标普 500 指数估值和盈利情况

时间	PE (TTM)	PE (预期)	TTMEPS (\$)	预期次年 EPS (\$)	标普 500 涨 幅 (%)	TTM 估值的 变化 (%)	预期 PE 的 变化 (%)	实际净利润 增速 (%)	预期次年净 利润增速 (%)
2008 年 12 月	15.1	11.5	59.9	78.8	-38.5	-13.1	-19.2	-29.2	31.6
2009 年 12 月	18	14.1	61.8	78.8	23.5	19.6	23.4	3.2	27.5
2010 年 12 月	14.9	12.9	84.2	97.2	12.8	-17.2	-8.6	36.2	15.4
2011 年 12 月	13	11.6	96.7	108.6	0	-13	-10.5	14.9	12.3
2012 年 12 月	14.1	12.4	100.9	114.6	13.4	8.7	7.5	4.3	13.6
2013 年 6 月	15.8	13.1	102.1	122.8	13.1	11.4	5.5	9.7(E)	11.3
2009 年 12 月以来累计涨幅					78.5	2	14.5	75	56

数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

注：2013 年实际净利润增速=2013 年预期的净利润/2012 年实际净利润-1。2013 年预期次年净利润增速=2014 年预期的净利润/2013 年的净利润-1。

表 2：沪深 300 指数估值和盈利情况

时间	PE (TTM)	PE (预期)	TTMEPS (¥)	预期次年 EPS (¥)	沪深 300 涨幅 (%)	TTM 估值的变化 (%)	预期 PE 的变化 (%)	实际净利润增速 (%)	预期次年净利润 (%)
2008 年 12 月	16.8	11.5	108	157.4	-65.9	-54.8	-59.6	-24.6	45.7
2009 年 12 月	18.7	19.9	191	179.7	96.7	11.3	72.3	76.8	-5.9
2010 年 12 月	17.1	14.1	183.3	221.6	-12.5	-8.9	-29.1	-4	20.9
2011 年 12 月	11.7	9.2	199.9	254.9	-25	-31.2	-34.8	9	27.5
2012 年 12 月	12.8	10.7	197.8	236.7	7.6	8.7	15.8	-1.1	19.7
2013 年 6 月	11.9	8.6	201.2	278.2	-5.2	-6.7	-19.3	19.2 (E)	18
2009 年 12 月以来累计变化					31.5	-29.4	-25.6	86.2	76.7

数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

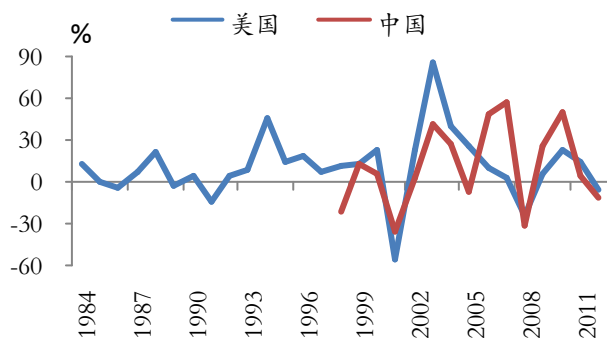
注：2013 年实际净利润增速=2013 年预期的净利润/2012 年实际净利润-1。2013 年预期次年净利润增速=2014 年预期的净利润/2013 年的净利润-1。

那么，为什么中国看起来有更好的宏观经济环境，企业的自由现金流和盈利能力却相对较差呢？

我们认为这与 2008 年全球金融危机的应对方式有关。在企业盈利下行时，美国私人部门自主决定投资规模，缩减债务杠杆必然导致投资需求下降，而投资需求的下降又必然导致劳动力市场需求萎缩，工资水平下降，以及资金需求下降引起的利率水平下降和财务费用减少。因此，尽管宏观上失业率高企，但微观上企业的资本开支和成本下降，企业盈利改善，并且企业获得的自由现金流和盈利水平是一致的。

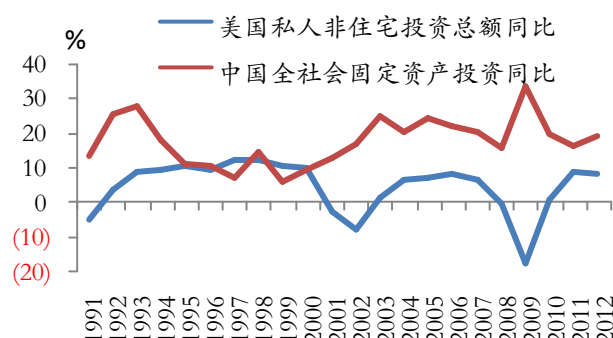
而中国在 2008 年金融危机中的处理方式是扩张投资，提高杠杆。投资扩张引致的短期繁荣，叠加上刘易斯拐点，低端劳动力成本急剧上升。同时，由于地方政府和企业部门庞大的投资规模，叠加上利率市场化的推进，市场利率水平高企，企业财务费用不降反升。因此，在绝大部分时期，企业盈利能力恶化，资本开支庞大。即使有名义利润的增长，也没有匹配的现金流增长。缺乏稳定的现金流预期导致 A 股的估值更容易受到资金成本和风险溢价摆动的影响。（见图 7-图 10）

进一步考察 DCF 模型的分母，在无风险收益率和风险溢价水平之间，由于中国利率水平不降反升和全球的利率周期出现了大幅分化，利率水平的波动难以对增长下滑做出充分的反应。因此，短周期来看，市场估值的波动由风险溢价主导，而风险溢价水平的摆动持续时间相对很短，因此 A 股市场表现出了剧烈短期波动性。并且以中小板和创业板为代表的题材类股票和高 beta 值类股票相对于沪深 300 指数出现了巨额的超额收益。（见图 11-图 13）

图 7：美国和中国非金融企业净利润同比增速


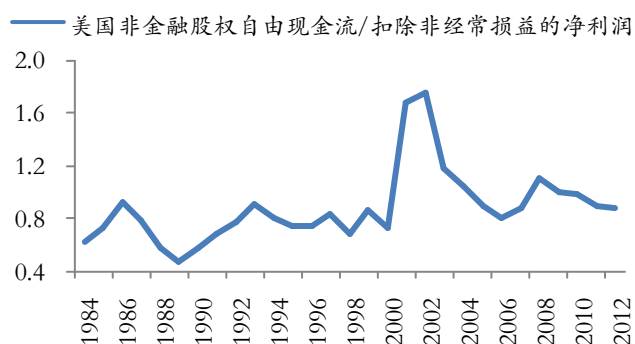
数据来源：Bloomberg，Wind，安信证券研究中心

注：美国为 Russell1000 的样本股，Russell1000 占美国总市值比重超过 90%，中国为全部非金融 A 股。

图 8：美国和中国投资增速


数据来源：Wind，安信证券研究中心

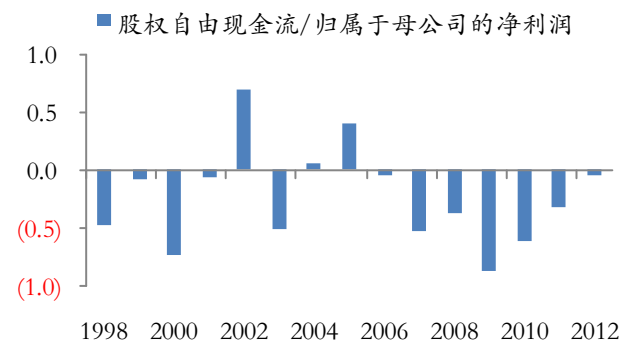
图 9：美国非金融股权自由现金流/扣除非经常损益的净利润



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

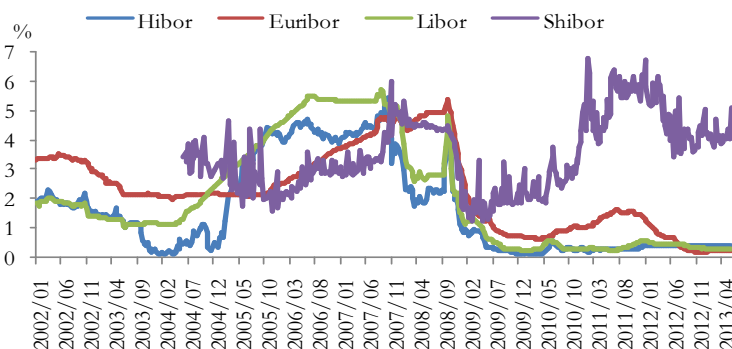
注：美国为 Russell1000 的样本股，Russell1000 占美国总市值比重超过 90%

图 10：非金融 A 股股权自由现金流/归属母公司净利润



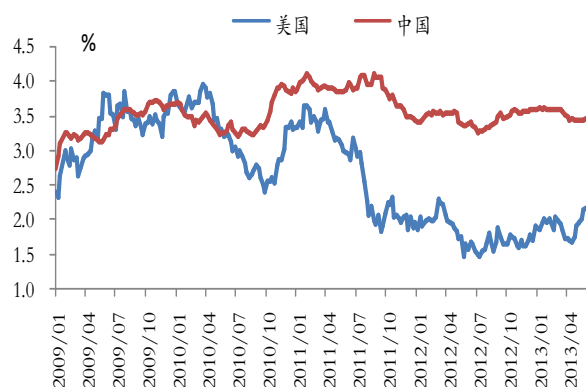
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 11：3 个月银行间拆借利率



数据来源：Bloomberg，Wind，安信证券研究中心

图 12：10 年期国债收益率



数据来源：Bloomberg，Wind，安信证券研究中心

图 13：中美风险溢价的差异 (%)



数据来源：Bloomberg, Wind，安信证券研究中心

1.2. 成熟市场的上涨动能在衰减

因此，分析下半年海外市场的变化，我们认为核心在于分析企业盈利的变化和 risk 溢价的变化，QE 退出并不会造成市场的大幅下跌。

我们认为上半年美股市场上涨来自于两个因素推动，一个是 risk 溢价，一个是企业盈利

预期的好转。

从风险溢价的角度看，在欧债危机、美国财政悬崖等下方风险消失后，美国风险溢价大幅下降。美国高收益债券和 10 年期美国国债利差较 2012 年 12 月底下降了 174 个 BP，创下了 2009 年以来新低，比 2003 年-2007 年最低的利差仅高出 38 个 BP。

从企业盈利的角度看，美国投资者对于私人部门需求好转的预期在加强。投资者普遍预期财政悬崖将平稳过渡，私人需求复苏将在今年下半年支撑美国经济反弹。海外投资者对于标普 500 企业盈利增速预期是今年 9.7%、明年 11.3%。同样出于对于经济的乐观预测，美国国债收益率走高，投资者也产生了美联储将会提前退出 QE 的预期。

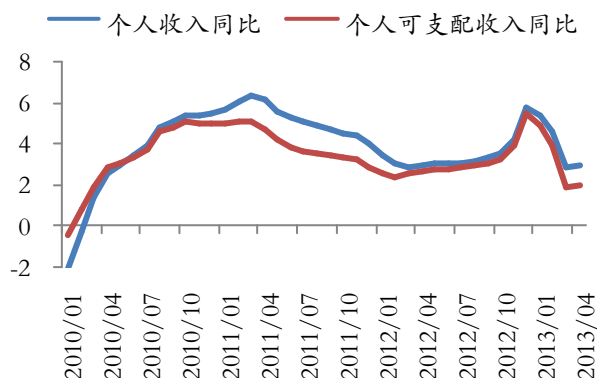
展望下半年，美国市场的风险溢价本身处于极低的水平，在投资者对于财政悬崖平稳过渡的一致预期形成后，能够促发风险溢价继续下行的因素并不多，美股的表现更多取决于企业盈利的推动。然而，我们对于美国企业盈利下半年的看法并不乐观。

美国经济增长主要依赖私人部门需求的复苏，包括私人部门消费和私人部门投资需求的回升。近期的数据显示，美国私人部门的消费需求增速出现了明显的下降。美国居民收入同比增速较去年年初下降 1 个百分点，零售增速较去年同期下降了 3 个百分点。分品类看，美国乘用车的销量增速从去年下半年的 20% 下降至 0%-5%；家具和服装的零售增速由去年一季度的 8%-9% 下降至目前的 1%-2%；只有地产销售保持了良好的趋势。（见图 14-图 16）

同时，市场期待的私人部门投资需求也未出现显著回升。全球工业生产和产能利用率近期反而出现了下行的趋势，美国和欧洲的 PPI 均创下 2011 年以来新低。2012 年全年，标普 500 的净利润增速为 5%，如果扣除金融行业，净利润增速在 0% 附近。如果全球 PPI 下行持续，我们预期不仅企业盈利将出现恶化，投资周期启动的时点也将晚于市场预期。（见图 17-图 19）

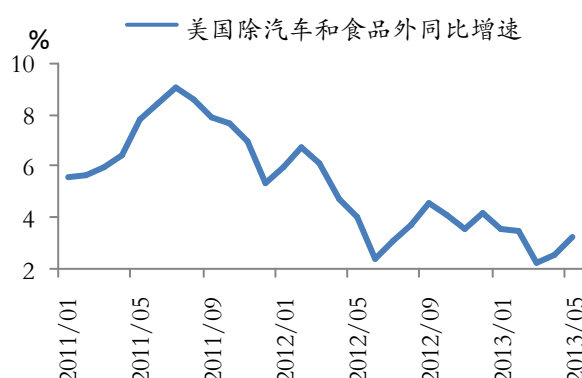
因此，从风险溢价和企业盈利的角度来预测美股市场，我们预期美股的表现将落后于上半年。

图 14：美国个人收入同比增速（%）



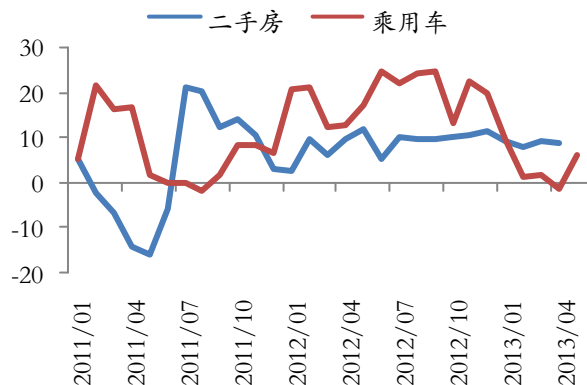
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 15：美国零售同比增速（%）



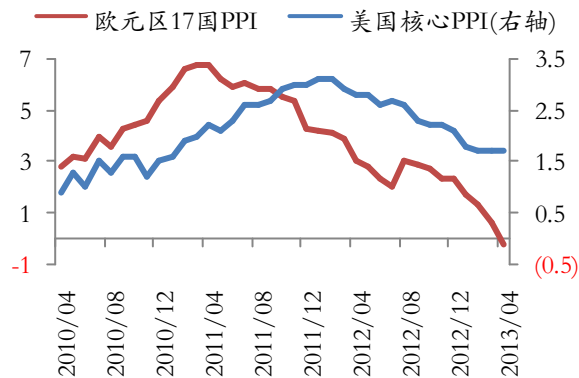
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 16: 美国二手房及乘用车销量同比增速 (%)



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 17: 欧美 PPI 同比 (%)



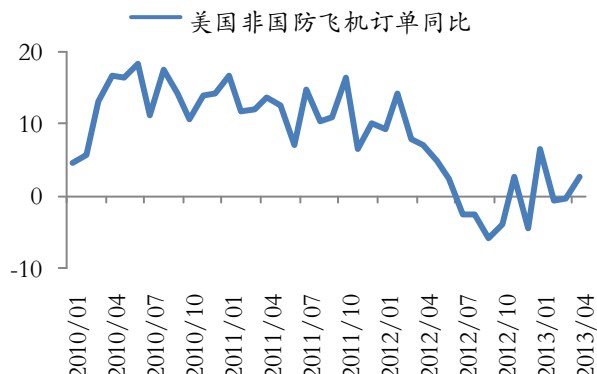
数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 18: 美国工业生产同比 (%)



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 19: 美国非国防飞机订单同比 (%)



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

2. 上半年 A 股市场的驱动力——风险偏好

2.1. 无风险利率改善了吗?

市场普遍认为无风险利率的下降推动了 A 股市场上半年的上涨, 我们持有不同的看法。如果是无风险利率下降推动的市场上涨, 我们应该从广谱利率表上看到资金成本的下降。但是从去年 10 月份以来, 银行拆借利率、国债利率、AAA 级企业债利率、理财产品收益率以及一般贷款加权平均利率并没有出现明显下降的趋势。

收益率出现下降的资产有两类, 一类是低等级的企业债, 一类是票据类资产。我们认为前者出现下降主要和风险溢价下降 (或者说风险偏好上升) 有关; 而票据类资产收益率的下降是我们下文讨论的重点。

表 3: 广谱利率 (一)

单位: %	7 天银行拆借利率	2 年期国债	10 年期国债	2 年期 AAA 企业债	10 年期 AAA 企业债	2 年期 AA 企业债
2012 年 10 月	3.25	2.97	3.52	4.25	5.08	5.22
2012 年 11 月	3.25	3.03	3.55	4.41	5.14	5.22
2012 年 12 月	3.38	3.11	3.58	4.54	5.23	5.29
2013 年 1 月	3.15	3.04	3.59	4.39	5.28	5.10
2013 年 2 月	3.49	3.04	3.59	4.21	5.21	4.81
2013 年 3 月	3.22	3.06	3.58	4.18	5.18	4.78

2013 年 4 月	3.44	2.98	3.46	4.15	5.13	4.75
2013 年 5 月	3.64	3.00	3.42	4.13	5.09	4.75
2012 年 10 月至今	0.39	0.03	-0.10	-0.12	0.01	-0.47

数据来源：Wind，安信证券研究中心

注：月度利率采用月平均利率计算，下表同。

表 4：广谱利率（二）

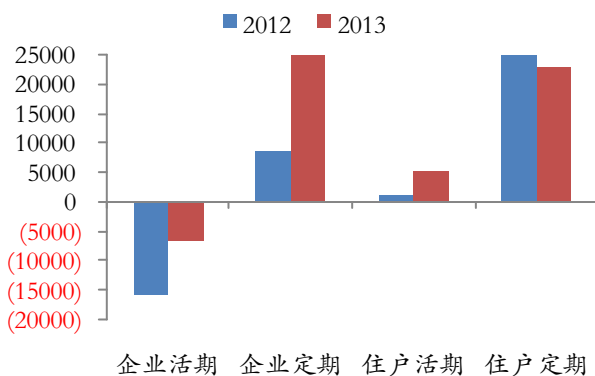
单位：%	1 年期 AAA 中短期票据	1 年期 AA 中短期票据	1 个月理财产品收益率	3 个月理财产品预期收益率	一般贷款加权平均利率	6 个月票据直贴利率
2012 年 10 月	4.19	4.77	3.83	4.29		4.63
2012 年 11 月	4.32	4.84	3.95	4.33		4.41
2012 年 12 月	4.47	4.90	4.21	4.51	7.07	4.62
2013 年 1 月	4.15	4.64	4.16	4.49		4.45
2013 年 2 月	3.96	4.34	4.09	4.44		4.22
2013 年 3 月	4.00	4.34	4.08	4.39	7.22	3.95
2013 年 4 月	3.95	4.26	4.04	4.35		3.84
2013 年 5 月	3.93	4.27	3.92	4.34		3.83
2012 年 10 月至今	-0.26	-0.50	0.09	0.06	0.15	-0.81

数据来源：Wind，安信证券研究中心

观察广谱利率，票据贴现利率是收益率下降最多的资产。去年 10 月份至今票据贴现利率约下降 80 个 BP，且主要集中于 1-3 月份。解释票据贴现率的下降通常有两个原因，一个是企业对于票据贴现需求的下降，另一个是银行对于票据类资产主动投放所致。今年 1-3 月份，是票据贴现利率下降最快的时候，我们看到同期银行票据融资的规模仅 2500 亿，反而较去年同期下降了 500 亿元左右。因此，我们判断票据类贴现利率的下降主要和企业对这类资产需求的下降有关。

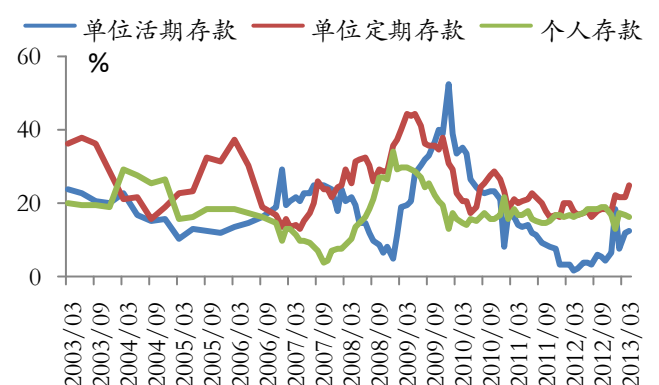
与之相对应的是企业部门存款在今年 1-4 月份出现了明显的改善，新增企业活期存款为 -6584 亿元，新增企业定期存款为 25000 亿元，分别较去年同期上升 9000 亿元和 16000 亿元。同期住户部门新增的定活期存款仅较去年上升 1800 亿元。企业存款的增加主要和外汇占款上升的趋势有关。假设企业存款的好转来自于银行主动的信贷释放，那么我们应该看到同期银行贷款利率的下降，而实际上一般贷款的利率是不降反升的，企业以高成本借贷再存入银行的可能性较低。因此，外汇占款上升是企业存款好转的主要原因。（见图 20-图 22）

图 20：1-4 月份新增存款规模（亿元）



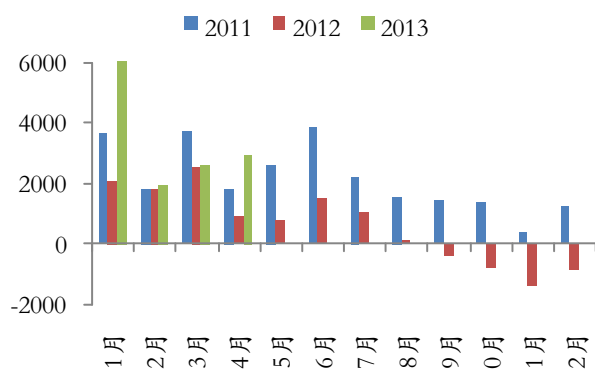
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 21：广义货币口径下存款同比增速



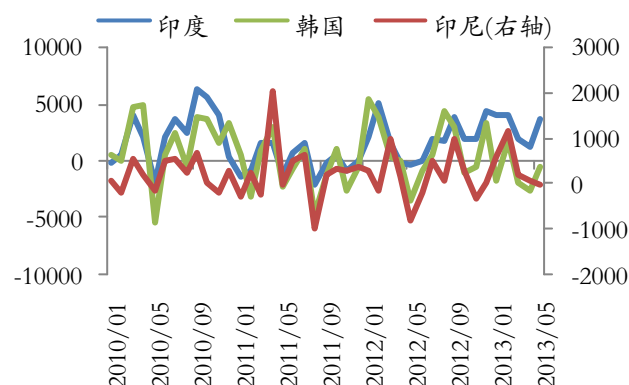
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 22: 月度新增国外净资产 (亿元)



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 23: 海外市场国外投资者股票净买入(百万美元)



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

如果外汇占款的增加是导致企业存款好转的主要原因，那么对于股市层面的流动性影响并不大。对比其它新兴市场股市，我们发现海外资金在去年下半年流入规模远高于今年上半年，韩国、印尼等部分新兴市场 3 月份以来反而出现了资金流出的迹象。如果外资流入中国是出于看好国内股市的理由，我们同样应该看到香港市场的上涨，但恒生指数年初以来下跌约 7%，恒生国企指数下跌 15%。中国外汇占款的增加与新兴市场出现背离，那么热钱涌入的主要目的可能是基于人民币升值预期和利差，因此由外汇占款带来的流动性改善更多体现在了债券市场层面，而非股票市场。（见图 23、表 5）

表 5: 各国家或地区资本流入估计

	新加坡	韩国	台湾地区	印度	印尼	菲律宾
	SGD mn	USD mn	USD mn	USD mn	USD mn	USD mn
2012 年 1 月	-1349	7255	4245	13651	852	3062
2012 年 2 月	-5728	3247	1246	17977	-600	217
2012 年 3 月	-4098	-2129	-2950	12120	-2652	162
2012 年 4 月	-6212	-1252	482	14414	6684	543
2012 年 5 月	-66	-8357	-8123	7681	-4678	-5
2012 年 6 月	-85	-3663	-657	14408	-3740	840
2012 年 7 月	-8089	-721	-1108	16160	320	3861
2012 年 8 月	-85	607	-316	15830	2198	2225
2012 年 9 月	-1888	2277	-360	21396	632	1779
2012 年 10 月	-2491	-2261	-1990	21288	2009	547
2012 年 11 月	74	-1794	-1655	17847	1606	3772
2012 年 12 月	2583	-929	-1900	19947	1684	1245
2013 年 1 月	1914	1476	2876	20437	-3927	2155
2013 年 2 月	-2234	-3486	-3399	10326	-3300	-687
2013 年 3 月	-5139	-3224	-5393	11449	-520	917
2013 年 4 月	-2151	-1056	1033	19633	4085	

数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

从微观层面分析股票市场的资金供需，同样也能验证股市的流动性好转和外汇占款的关系不大。近半年以来股市新增资金中，通过融资或者转融资形式进入股票市场的资金月均 328 亿元，通过个人投资者银证转帐、新基金发行、QFII 和 RQFII 入场的月均资金合计为 340 亿元。融资和转融资占股市新增资金的 48%。融资和转融资的规模上升，显然不是基于总量层面的流动性改善，而是基于风险偏好的回升。（见表 6）

表 6：股票市场资金供需分析(单位：亿元)

	融资	新基金成立份 额 (偏股型)	个人投资者银证转 账-保证金的增长	QFII 和 RQFII 新增额度	IPO	增发及配 股	大宗交易 减持	二级市场 股东减持	资金供应- 资金需求
2012 年 08 月	101	115	(55)	95	68	568	66	28	(474)
2012 年 09 月	30	51	110	64	65	111	89	37	(47)
2012 年 10 月	98	5	443	192	0	232	70	51	385
2012 年 11 月	36	28	67	60	0	255	105	45	(214)
2012 年 12 月	144	56	(397)	222	0	544	197	79	(795)
2013 年 01 月	344	13	(422)	166	0	667	208	75	(850)
2013 年 02 月	274	131	458	53	0	223	118	31	546
2013 年 03 月	429	169	875	57	0	383	142	54	951
2013 年 04 月	183	39	710	46	0	322	111	64	483
2013 年 05 月	596	104	(315)	136	0	450	335	81	(346)
12 月以来月均	328	85	152	113	0	432	185	64	-2

数据来源：Wind，安信证券研究中心

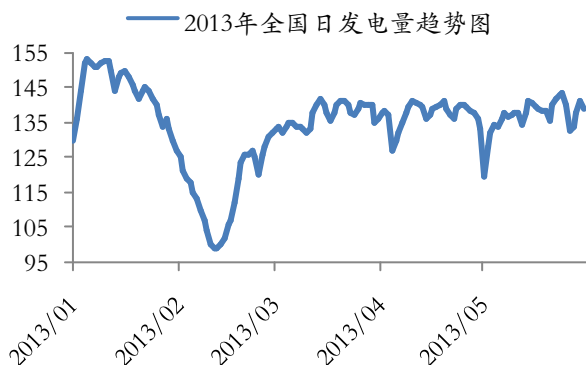
注：RQFII 在今年 2 月份以前按照 20% 进入股市，2 月份以后按照 60% 进入股市计算。

从行业表现上，也支持风险偏好而非流动性是市场上涨的主要驱动力。创业板和中小板是典型的依赖风险偏好推动的板块，年初以来，这两个指数的表现远远超越了市场的平均水平。

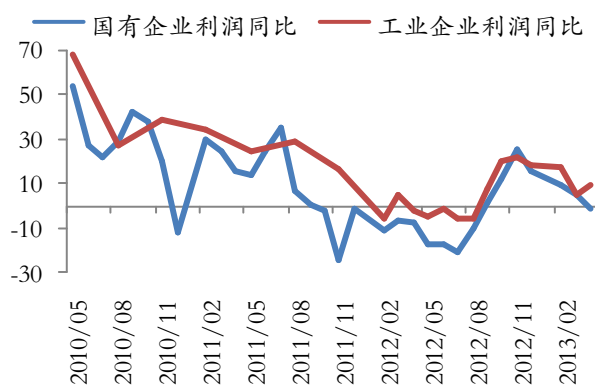
2.2. 企业盈利企稳为风险偏好回升提供了稳定的基础

企业盈利预期的好转和平稳的经济环境为风险偏好回升提供了稳定的基础。年初以来经济虽然没有出现明显的反弹，但是也没有出现恶化的迹象。3 月下旬至 6 月上旬，全国日均发电量持续在 135-142 亿千瓦时的区间内窄幅波动。

企业盈利起稳反弹和局部行业盈利改善也推升了风险偏好的回升。从全球范围内来看，表现突出的行业有一定的共性。无论欧美还是中国市场，今年上半年上涨的行业多以消费类行业为主，资本品、原材料、能源、银行、地产在各个国家均表现落后。欧美市场表现最好的几个行业是多元金融、半导体、生物医药、汽车、传媒、可选消费、零售和保险。虽然从整体市场来看，企业盈利今年以来在不断下调，但汽车、半导体等全球性的周期性行业可能存在局部的盈利回升。

图 24：2013 年全国日发电量趋势图（亿千瓦时）


数据来源：电监会，安信证券研究中心

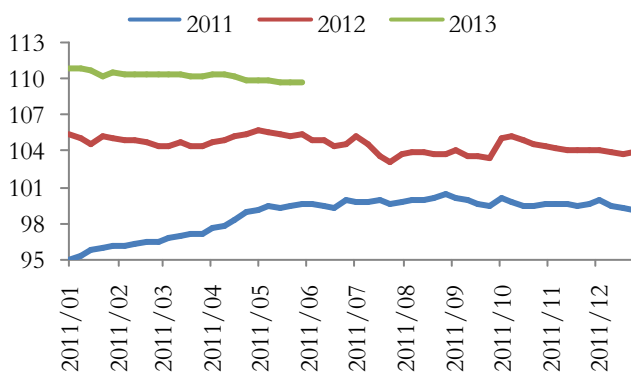
图 25：国有企业和工业企业利润同比增速（%）


数据来源：Wind，安信证券研究中心

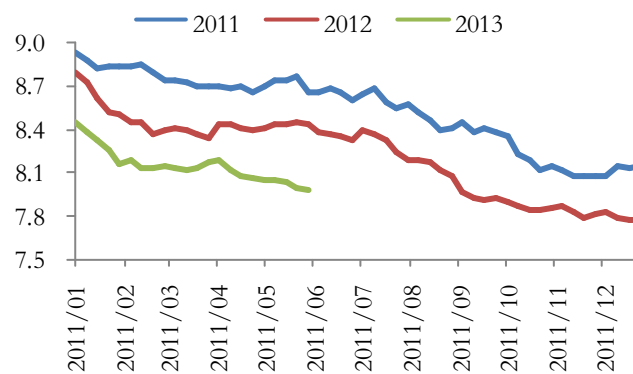
表 7: 4 月-5 月 MSCI 分地区分行业涨跌幅 (%)

全球	欧洲	美国
多元化金融	16.8	多元化金融 10.9
汽车	14.3	汽车 20.5
服装	11.4	多元化金融 18.4
生物医药	11.2	生物医药 14.1
半导体	10.8	银行 13.1
可选消费	10.7	保险 12.8
零售	10.3	传媒 11.6
保险	10.1	半导体 11.0
传媒	10.0	零售 11.0
计算机硬件	7.1	服装 10.8
软件与服务	7.1	可选消费 9.3
医疗设备	6.9	软件与服务 7.5
电信服务	6.8	交通运输 7.5
资本品	6.0	消费者服务 7.4
消费者服务	6.0	资本品 7.3
家用产品	5.8	计算机硬件 7.2
公用事业	5.1	食品饮料 6.0
交通运输	4.3	商业和专业服务 5.9
能源	3.9	能源 4.8
食品饮料	3.9	原材料 4.5
商业和专业服务	2.7	家用产品 4.5
银行	1.8	房地产 1.9
地产	0.0	电信服务 1.6
原材料	-2.5	公用事业 -0.1
		原材料 -3.3

数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

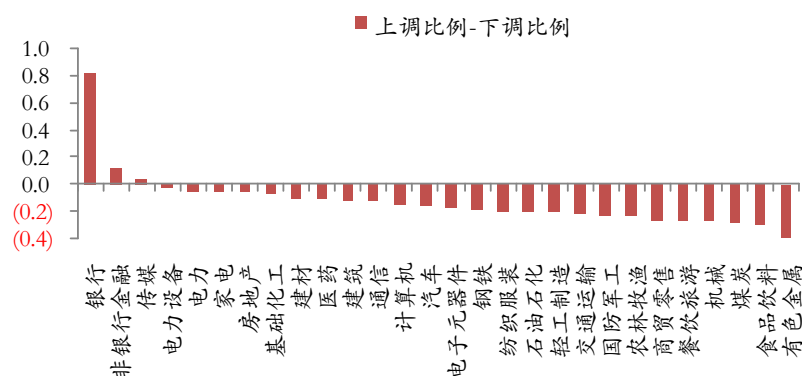
图 26: 标普 500 指数每股盈利预测 (美元)


数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 27: MSCI 欧洲指数每股盈利预测 (美元)


数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 28：最近一个季度 A 股分行业业绩调整情况



数据来源：Wind, 安信证券研究中心

注：采用 Wind 提供的一致预期数据。

计算方式：(行业内上调业绩的公司家数-下调业绩的公司家数)/行业内公司总数量

3. 事情正在起变化——不破不立，经济为先

上半年市场风险偏好的回升建立在稳定的经济预期和流动性基础之上。展望下半年，我们所关心的是什么样的事件将打破这样的平衡。

尽管近期资金市场出现了利率水平上升的情形，但是我们认为，下半年最容易出现风险的不是流动性层面的变化，而是经济基本面预期的变化。经济预期的调整同时可能引发一系列政策的调整，因此我们预期下半年的驱动力将出现变化，市场的挑战和机遇很可能围绕经济这条主线展开。

3.1. 增长的平衡被打破

总需求层面看，上半年经济向上的拉力是地产投资、基建投资和出口，向下的拉力是私人部门的消费和私人部门的投资。两股力量对冲的结果是工业生产维持平衡，缺乏向上或者向下的趋势。经济增速在过去 1 年中一直处于 7.4%-7.9% 的区间内，波动不到 0.5 个百分点，这在历史上是极为罕见的。

图 29：中国 GDP 增长 (%)



数据来源：Wind, 安信证券研究中心

下半年需要考虑的是经济增长是否会出现新的趋势，经济会出现加速，还是再一次向下寻底？

经济能在目前的平台维持平衡的主要原因是投资的对冲和出口的反弹。今年前 4 个月，房地产投资的累计增速为 21%，政府基建行业投资的累计增速为 24%，出口金额累计同比增速为 17%，已经远远超出了市场之前的预期。这些向上的力量如果继续加速，经济将会走向正反馈的循环。

但实际的情况并不支持这一预测，主要原因有两个：

第一个是这个链条中的私人部门投资需求。我们知道，私人部门投资需求与企业的盈利预期有关。从全球范围内的企业盈利数据来看，今年企业盈利可能是一个调整的年份，美国、欧洲、内地都是一致的。虽然在过去两个季度，我们看到 A 股的净利润增速出现了小幅反弹（去年四季度和今年一季度非金融 A 股的扣非净利润同比增速分别为 1% 和 4%），但实际经营性资产的经营性回报率还要比同期的贷款利率低 77 个 BP，在这样的情况下，除非企业盈利在后期出现大幅度的加速，否则难以看到私人部门投资需求的改善。同时，全球的 PPI 在近期同时创下新低，这在总需求稳定的情况下，意味着产能投放的加剧。这也不利于私人部门投资需求的恢复。

第二个是收入大幅下滑对于消费的影响。收入的调整通常具有相当的粘性，在过去两年企业盈利缓慢下滑的情况下，中国收入的实际调整是极为缓慢的。我们观察到明显的收入报酬下滑是出现在 2012 年的四季度。以农民工为例，2012 年农民工总量的增速不到 4%，是最为紧缺的劳动力，但是即使是农民工的收入增速，也由 2011 年 21% 下滑至 2012 年的 11%，增速下滑 10 个百分点。由于各个口径统计的收入增速大部分已经回落到 10% 左右的平台，年初以来消费的名义增速仍有 12%-13%，在这样的情况下，私人部门消费需求很难在下半年出现大幅好转。（见表 8-表 9）

表 8：农民工数量（单位：万人）

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
农民工总量	22542	22978	24223	25278	26261
同比增速 (%)		1.93	5.42	4.36	3.89
1. 外出农民工	14041	14533	15335	15863	16336
(1) 住户外出农民工	11182	11567	12264	12584	12961
(2) 举家外出农民工	2859	2966	3071	3279	3375
2. 本地农民工	8501	8445	8888	9415	9925

数据来源：中国统计局，安信证券研究中心

表 9：外出农民工在不同地区务工的月收入水平（单位：元/人）

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
全国	1340	1417	1690	2049	2290
同比增速 (%)		5.75	19.27	21.24	11.76
东部地区	1352	1422	1696	2053	2286
中部地区	1275	1350	1632	2006	2257
西部地区	1273	1378	1643	1990	2226

数据来源：中国统计局，安信证券研究中心

3.2. 经济下滑的触发因素——出口还是地产？

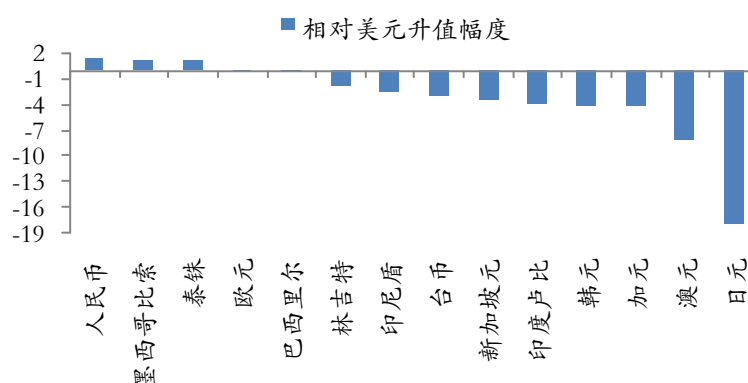
经济如果出现向下运行的趋势，可能的触发因素在于私人部门需求继续萎缩的同时出现了地产投资或者出口的下滑。

3.2.1. 出口

近几个月人民币兑美元升值幅度超过 2%，实际有效汇率升值超过 5%。在这段升值期间内同时发生了美元升值和日元大幅贬值。10 月 31 日至今，人民币相对于其它新兴市场货币升值约 2-5%，相对于资源国家——澳大利亚和加拿大，升值约 10%，相对于日元升值约 20%。人民币汇率的变化和经济基本面的趋势出现了重大背离。（见图 30）

我们预期汇率对于出口的影响将在下半年体现出来。从中国的出口结构来看，纺织、家具、玩具等劳动密集型产品的占比在 20%以上，机电、汽车等加工装配行业虽然占了出口总比重的 50%以上，但这部分产品中也有很大一部分是进口国外的核心零部件组装后出口海外，这些附加值不高的产业容易受到汇率波动的影响。（见表 10）

图 30：2012 年 10 月底以来各国或地区货币相对美元升值幅度（%）



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

表 10：中国分大类出口产品占比

	农产品食品矿产品	纺织皮革玩具家具	木制品纸制品	非金属矿物制品	化工	金属及制品	机电	车辆	光学仪器	其它
1995 年	13.7%	39.8%	2.2%	1.8%	8.5%	8.1%	18.6%	2.8%	3.2%	1.4%
1996 年	14.0%	39.1%	2.0%	1.7%	8.5%	6.9%	20.6%	2.8%	3.4%	1.0%
1997 年	12.6%	39.5%	1.9%	1.8%	8.3%	7.3%	20.9%	2.9%	3.5%	1.2%
1998 年	10.8%	38.1%	1.7%	1.7%	8.6%	6.8%	23.8%	3.5%	3.6%	1.3%
1999 年	9.6%	37.1%	1.8%	1.8%	8.4%	6.5%	26.8%	3.4%	3.5%	1.3%
2000 年	9.6%	34.8%	1.8%	1.6%	7.9%	6.7%	29.2%	3.7%	3.4%	1.2%
2001 年	9.6%	33.4%	1.8%	1.6%	8.0%	6.1%	31.9%	3.6%	3.2%	0.9%
2002 年	8.3%	31.9%	1.8%	1.7%	7.6%	5.8%	35.6%	3.2%	2.9%	1.1%
2003 年	7.6%	29.4%	1.7%	1.6%	7.1%	5.7%	39.3%	3.6%	3.0%	1.0%
2004 年	6.6%	26.3%	1.7%	1.6%	7.0%	7.4%	41.8%	3.5%	3.2%	0.9%
2005 年	6.2%	25.1%	1.7%	1.6%	7.2%	7.5%	42.3%	3.7%	3.7%	0.9%
2006 年	5.3%	24.2%	1.7%	1.6%	7.0%	8.8%	42.7%	4.0%	3.7%	1.0%
2007 年	4.8%	23.1%	1.7%	1.5%	7.2%	9.5%	43.4%	4.5%	3.3%	0.9%
2008 年	5.2%	22.1%	1.5%	1.6%	7.7%	10.1%	42.7%	5.0%	3.3%	0.8%
2009 年	5.1%	23.7%	1.6%	1.7%	7.5%	6.4%	44.7%	5.0%	3.5%	0.7%
2010 年	4.9%	22.5%	1.5%	1.7%	7.9%	7.0%	44.3%	5.6%	3.6%	0.9%
2011 年	5.0%	22.5%	1.5%	1.8%	8.6%	7.6%	42.1%	5.8%	3.5%	1.6%
2012 年	4.7%	22.6%	1.5%	1.9%	8.4%	7.3%	42.1%	5.3%	3.9%	2.3%

2013年前4月	4.8%	20.8%	1.4%	1.8%	8.0%	7.1%	44.4%	4.5%	3.9%	3.4%
2008年至今的变化	-0.5%	-1.3%	-0.1%	0.3%	0.3%	-3.0%	1.7%	-0.4%	0.6%	2.5%

数据来源: Wind, 安信证券研究中心

以日本为例, 投资者普遍的理解是日本企业的产品主要和韩国构成竞争, 对中国出口的影响不大。但如果我们拆分中日贸易的结构, 可以发现, 中国对日本的出口主要是两大部分, 一部分是低端劳动密集型产业, 例如纺织、玩具、家具, 这部分产品占中国对日出口的 30% 以上。低端劳动密集型行业对于汇率的波动是比较敏感的。尤其在人民币升值的同时, 其它新兴市场国家, 如马来西亚、印尼等很多新兴市场国家出现了贬值。

中国对日另一个主要出口产品是机电产品, 机电产品占中国对日出口比重的 40%, 同时中国从日本进口机电产品占日本对中国出口比重也超过了 40%。中国承担了从日本进口核心零部件, 通过中国的劳动力等资源优势加工装配后, 再重新出口到日本的角色。随着技术的成熟, 2012 年, 中日贸易出现了一些新的变化。中国开始逐步替代一些进口产品, 转为国内生产。中日贸易顺差中, 除了资源品(2012 年为 106 亿美元)、轻工产品(2012 年为 490 亿美元), 机电产品由贸易平衡转向贸易顺差(2012 年为 190 亿美元)。因此, 我们认为日元在短期内贬值 20%, 不仅会与韩国等国家形成竞争, 同时也使得中国高端装备升级面临考验。

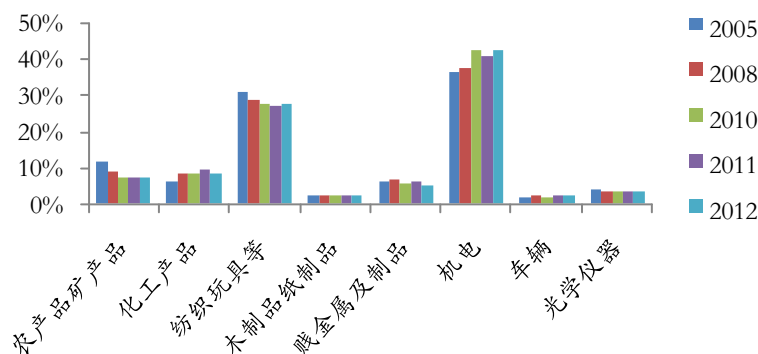
因此, 我们认为, 无论是低端的劳动密集型产品还是高新技术产品, 在人民币升值下, 都将面临考验。加之海外经济增长疲弱, 这将加速中国出口的调整。

表 11: 中日贸易顺差 (分品类, 单位: 亿美元)

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
农产品、食品、矿产品等	105	104	94	74	68	84	102	106
化工产品	-74	-60	-75	-59	-86	-97	-67	-79
纺织、皮革、玩具、家具等	291	322	341	362	364	374	444	465
木制品、纸制品	13	15	13	12	13	12	21	25
金属、非金属	-47	-36	-49	-60	-81	-89	-67	-58
机电	-34	1	-18	-1	11	-8	22	190
车辆	-38	-34	-47	-63	-78	-125	-123	-98
光学仪器	-21	-18	-18	-23	-28	-52	-60	-57

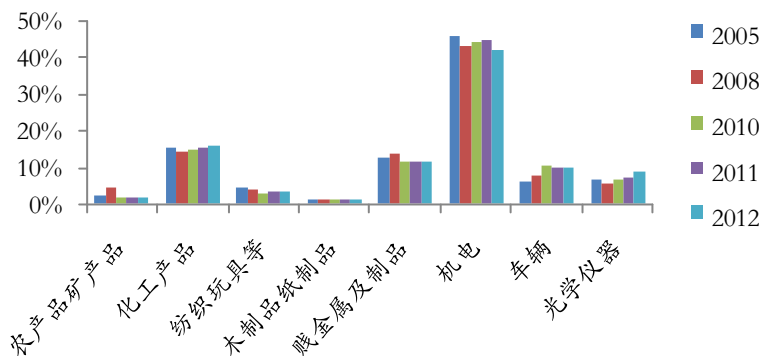
数据来源: UN Comtrade, 安信证券研究中心

图 31: 中国向日本出口的产品结构分布



数据来源: UN Comtrade, 安信证券研究中心

图 32: 中国从日本进口的产品结构分布

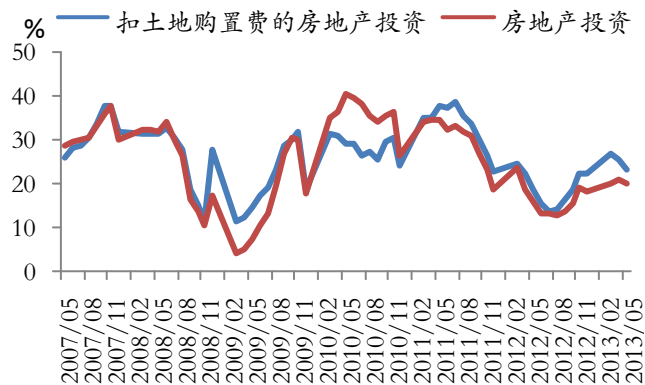


数据来源：UN Comtrade，安信证券研究中心

3.2.2. 房地产投资

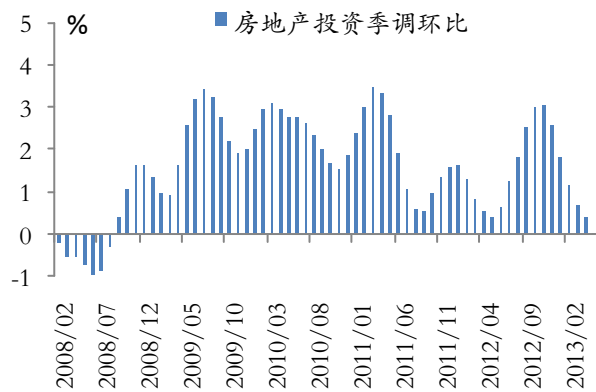
房地产投资和基建投资的改善始于去年下半年。我们采用季调环比的方法以排除掉 2011 年低基数的影响。从投资的动量上看，房地产投资出现明显的好转是 2012 年 7 月份；基建投资出现明显的好转是 2012 年的四季度。一旦房地产或者基建投资的动量变弱，加上私人部门的投资本身就处于下滑的趋势，那么今年下半年我们可能会看到投资同比增速的下滑。在经济疲弱的情况下，政府投资往往会保持较高的增速，投资者担心较多的是房地产投资是否出现减速。我们认为，房地产投资重新出现减速难以避免，但时间可能拖得更长。（见图 33-图 36）

图 33: 房地产投资同比增速（3 个月移动平均）



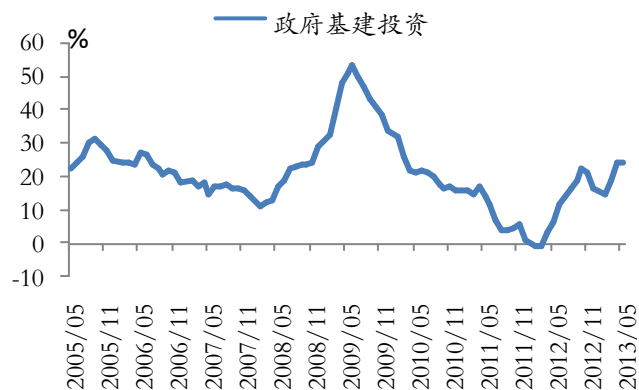
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 34: 房地产投资季调环比



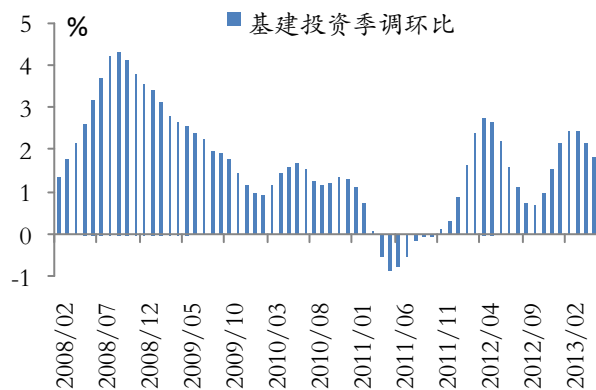
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 35: 基建投资同比增速（3 个月移动平均）



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 36: 基建投资季调环比

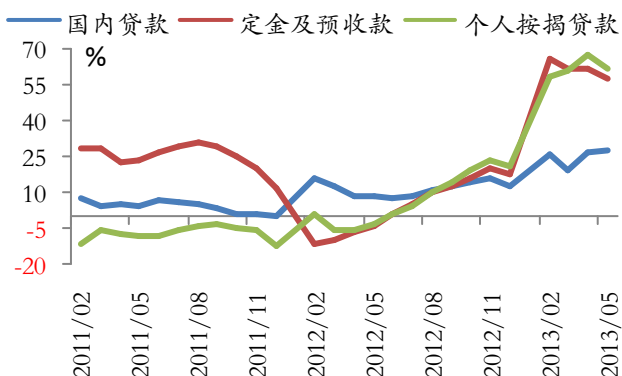


数据来源：Wind，安信证券研究中心

首先，今年信贷环境趋向宽松，银行尤其偏好高风险的地产和地方政府贷款，房地产企业的现金流出现了明显的改善。今年 1-4 月房地产开发资金来源中，个人按揭贷款、定金及预售款的增速超过 60%，国内贷款的增速超过 25%。房地产投资通常具有粘性，在资金链宽松的情况下，投资很可能会保持目前的惯性（见图 37）

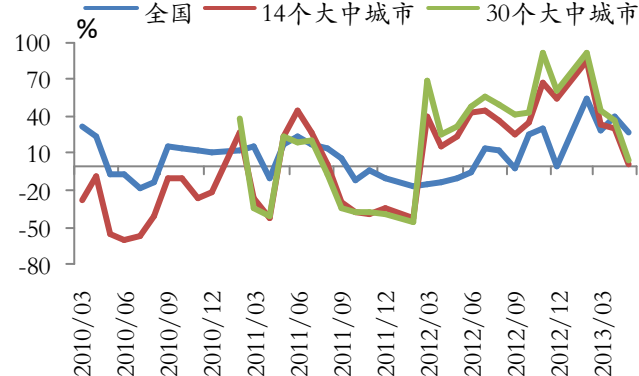
其次，全国一、二线城市和三、四线城市的地产周期并不同步，通常三、四线城市交易的好转要晚于一、二线城市，调整也晚于一、二线城市。例如在 2010 年出台限购政策后，一、二线城市的商品房销售面积早在 2010 年上半年就出现了明显的负增长，而全国的商品房销量增速仍在 10% 以上，直到 2011 年才出现调整。5 月份，我们看到了一、二线大中城市的销售面积增速由 40% 下滑至 0%，但是根据全国商品房销售的数据，我们猜测三、四线城市的销售很可能在今年 4 月份出现了明显的好转。根据 wind 的统计估算，我们日常观察的 30 个大中型城市的销量占全国商品房销量的 20% 左右。因此即使一、二线城市的销售趋势恶化，房地产投资下滑的时点也很有可能晚于市场的预期。（见图 38）

图 37： 房地产投资资金来源累计同比增速



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 38： 商品房销售面积当月同比增速



数据来源：Wind，安信证券研究中心

综上所述，今年下半年我们预期经济过去一年维持的 7.4%-7.9% 的增长区间可能会被打破，私人部门需求的萎缩和出口的下滑可能是打破这一平衡的主要原因。如果时间延长，明年房地产投资减速也可能成为关键因素。一旦经济的平衡被破坏，风险偏好将开始回落，市场将会出现调整。

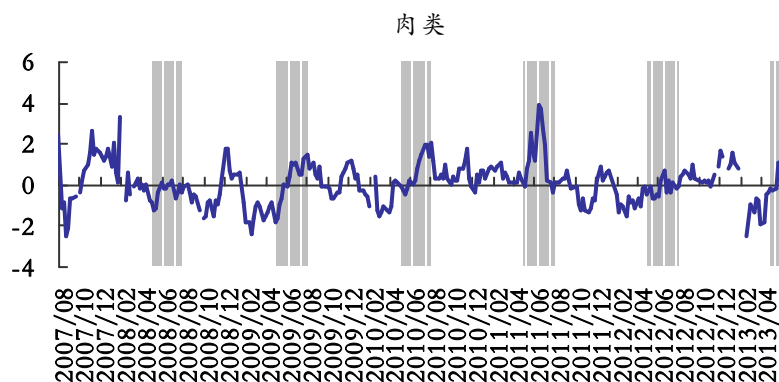
3.3. 政策对冲

如果经济出现趋势性的下行，是否将倒逼政府出台对冲政策，这是市场关心的另一个话题。政府如果采取措施对冲经济下滑，那么可能带来短期的市场反弹；反之，如果政府继续贯彻经济结构转型和汇率国际化、利率市场化的改革措施，那么我们可能进入通缩的经济周期，市场的中长期机会建立在经济重新寻找到新的平衡点之时。

我们并不确定经济调整的时点，同时也不确定政府是否会实施对冲措施，但是在 7-8% 这个增长平台受到考验之时，可以关注政府行为的变化。

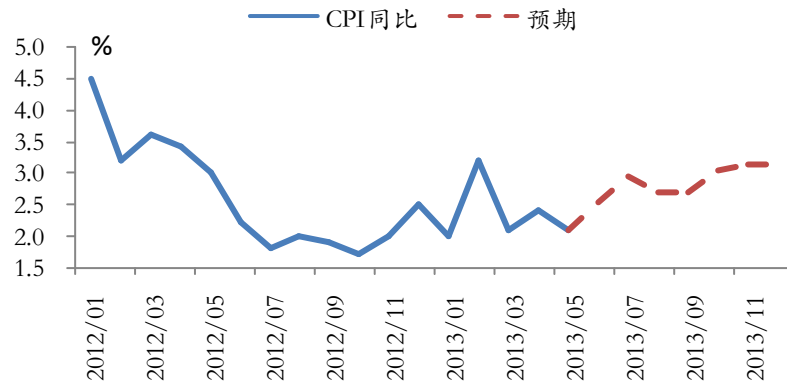
如果政府采取对冲政策，我们预期汇率政策和财政政策调整的概率将高于货币政策。按照市场的一致预期，受到猪周期的影响和去年下半年较低的通货膨胀基数，中国下半年 CPI 可能在三季度回升至 2.7%，四季度上升至 3.1%。这将制约货币政策调整的空间。而且在利率市场化的背景下，降息对于银行贷款利率的指导意义远不如从前。汇率政策和财政政策的调整可能成为对冲经济下滑的重点。

图 39：商务部农产品价格周环比 (%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 40：CPI 同比增速



数据来源：Wind，安信证券研究中心

4. 结论与配置建议

从企业盈利、无风险收益率、风险偏好这三个维度观察中国资本市场，我们预计下半年A股市场的投资机会可能弱于上半年，出现趋势性投资机会的概率很小。机会主要产生于对政府对冲经济增速重新下滑的预期，以及改革红利的进一步落实。同时，由于股市运行的驱动力量可能重新由风险偏好转向企业盈利，因此，低估值的大市值股票获得相对回报的可能性更大。在行业配置方面，我们建议重点关注低估值、弱周期类行业。包括银行、交通运输、食品饮料、汽车、家电、医药等。

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

程定华、诸海滨、范妍分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：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

上海市

地址：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：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034