

2009年5月万家基金策略报告

——“防守反攻”转“维稳”

万家基金研发部李泽祥

✚ **投资态度和投资节奏：** 建议保持适中日均仓位和较宽投资仓位限制，以灵活机动的战术应对震荡向下的市场属性。5月投资策略的性质将从4月份防守反攻转为积极“维稳”，适当降低组合中房地产行业集中度，增加消费和医药等防御性品种，在稳中求进的节奏下增加收益确定、低风险的行业配置。

✚ **市场预判：** 从宏观基本面判断，中央振兴经济决心已定，但能够维持反弹延续的政策力度有所减弱；中央认为经济在政策效果作用下已出现转机，5月份出台超预期的政策可能性减小；但在就业和出口的双重压力下，扩张性货币政策的方向不变，流动性泛滥在5月份不可能出现变化，流动性是否向私人部门转移是判断经济是否能够获得资金的关键。全球性经济衰退和中国出口和消费萎靡对市场构成重压；东欧和美国是世界最为担心的经济区域，以美国为首的贸易保护主义令中国出口雪上加霜。市场担心世界贸易长期不振，中国经济将在缺乏外贸支撑的条件下（外贸曾占GDP的60%）跛足前行！中国完善社保制度是一项长期重任，高储蓄低消费仍是中国传统，如果政府持续投资不能拉动消费增长，就会进一步挤出私人投资。由此，政策面积极因素和基本面的消极因素复杂地交织在一起；5月宏观实体经济指标下滑而微观经济指标企稳和金融指标猛增，两类指标的反向运动使得市场分歧很大，市场维持震荡格局。

从前两月市场走势来看，多空双方又开始出现焦灼；年报和季报冲击已经过去，但很多买方对上市公司业绩反弹深表怀疑。总体看，A股已经逐渐摆脱熊市特征，已经进入筑底阶段，我们判断市场将在5月市场趋势可能在震荡格局下维持微幅下跌。

✚ **行业配置：** 5月投资基调从4月份偏向积极转向偏向保守，在战术上保持不变，即在局部市场采取游击战术集中优势力量主攻重点投资标的，降低资产组合的贝塔值。值得注意的是，前期情况来看市场重回08年下半年的风格，大盘绩优股表现相对较差，在市场回调中高PE、高PB和亏损股等板块更受投资者青睐。就景气程度而言，信息传输、计算机和软件业的景气程度始终处于各行业的前茅，具有很高的投资价值。另一方面，工业、房地产和交运仓储已经开始触底反弹，我们认为这一趋势在未来一段时间将会持续；重要的是，建筑业受到经济衰退的冲击开始显示出疲软之势，我们应该尽量规避这类行业。建议低配纺织服装、地产、有色、电子元件、通用设备制造、建筑和外贸服务；适当增加TMT、机械制造业和金融业的比重至标配；超配增长确定高安全边际的防御性行业，消费、医药、铁路建设、电网建设和工程轮胎制造。

目 录

一、市场回顾	4
二、投资策略的逻辑基础	9
(一) 公司盈利状况	9
(二) 行业景气与行业周期	10
三、风格及行业轮动特征	11
(一) A股市场风格特征	12
(二) 行业轮动的逻辑	13
四、市场预判	13
五、2009 年投资策略	14
(一) 大类资产配置	14
(二) 行业配置	14

图 目 录

图 1 全球股市基本企稳	5
图 2 中国股市在狂热中回归（日线）	6
图 3 股市退潮中的浪花（PB）	6
图 4A 股熊市投资者情绪变化（3 日 K 线）	6
图 5A 股市盈率变化趋势	7
图 6A 股市净率变化趋势	7
图 7 货币供给增速发生突变	8
图 8 惜贷现象有所缓和	8
图 9 国债收益率曲线	8
图 10 政策性金融债收益率曲线	8
图 11 国债和政策性金融债利差曲线	9
图 12 利率期限结构差异曲线	9
图 13 大小非解禁时间表	9
图 14 实际减持与解禁时间严格对应	9
图 15 行业景气度变化趋势	10
图 16 行业周期运行状况	11
图 17 最近一周低价股跌幅最大	12
图 18 最近一周大盘股跌幅最大	12
图 19 最近一月绩优股跌幅最大	12
图 20 最近一月低估值股票跌幅最大	12

综合考虑中国所处的特殊历史阶段和复杂的国际环境，针对当前中国经济的宏观运行态势，我们提出万家基金的配置策略。宏观政策难挡经济下滑大趋势，总体投资保持谨慎基调；然而股指已经蕴含投资者对经济下滑的悲观预期，A股市场开始摆脱熊市特征而进入平衡市；而且扩张性货币政策方向不变，流动性泛滥依然存在，因此在5月份我们不必太恐慌。5月投资策略的性质将从防守反攻转为积极“维稳”，改变4月份防守反攻的策略，适当降低组合中房地产行业集中度，增加消费和医药等防御性品种，在稳中求进的节奏下增加收益确定、低风险的行业配置。

一、市场回顾

国际股市摆脱前期恐慌性跳水阶段，在缓慢下行中开始进入筑底调整阶段。4月A股指数小幅上涨1.61%，基本可以确定股市进入平衡市，5月投资策略的性质将从防守反攻转为积极“维稳”。

世界经济已经进入衰退奠定了全球熊市的基础，这是未来较长时间内股市运行的基本面；但是全球流动性泛滥肯定会催生结构性泡沫；经济衰退和流动性泛滥交互冲击，注定了全世界股票市场长期维持一个震荡格局。从全球领涨板块看，低风险和需求刚性成为反弹的主线，集中在医疗保健、商品零售和大众消费。然而，中国处在经济起飞阶段和工业化阶段，基础设施建设成为未来经济的强劲驱动力量，政府主导的基建投资（包括铁路和公路建设、电网和信息网路建设等公益性项目）刺激又将成为5月的催化剂。

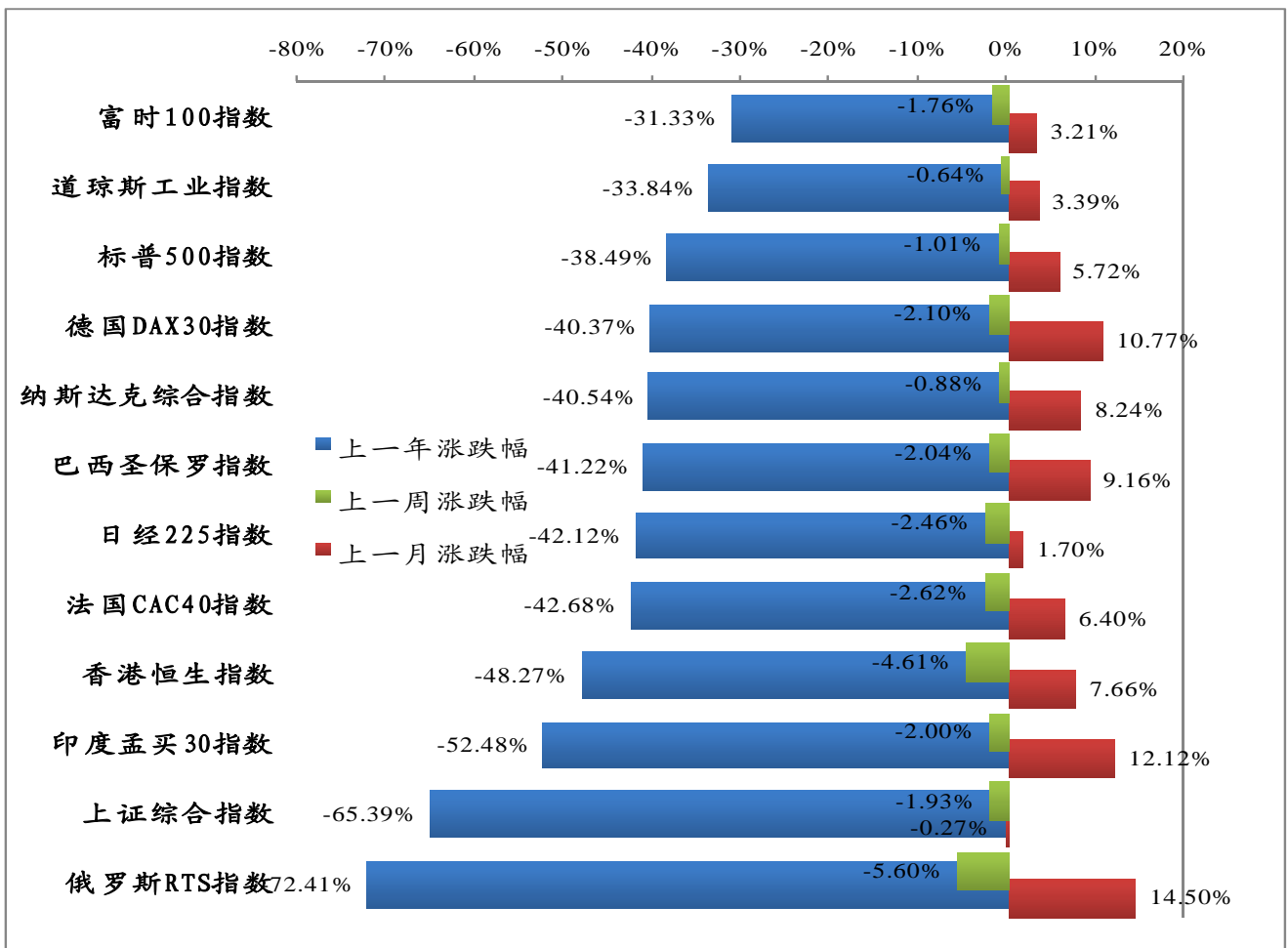


图 1 全球股市基本企稳

数据来源：BLOOMBERG。上一周是指 2009-2-27 至 2009-3-3。

纵观一年以来 A 股市场，中国经济经历了高通胀和基本面恶化过快的冲击，熊市中充斥着悲观和恐慌，政策在稳定股市方面起着决定性的作用。



图 2 中国股市在狂热中回归（日线）



图 3 股市退潮中的浪花（PB）

数据来源：WIND。

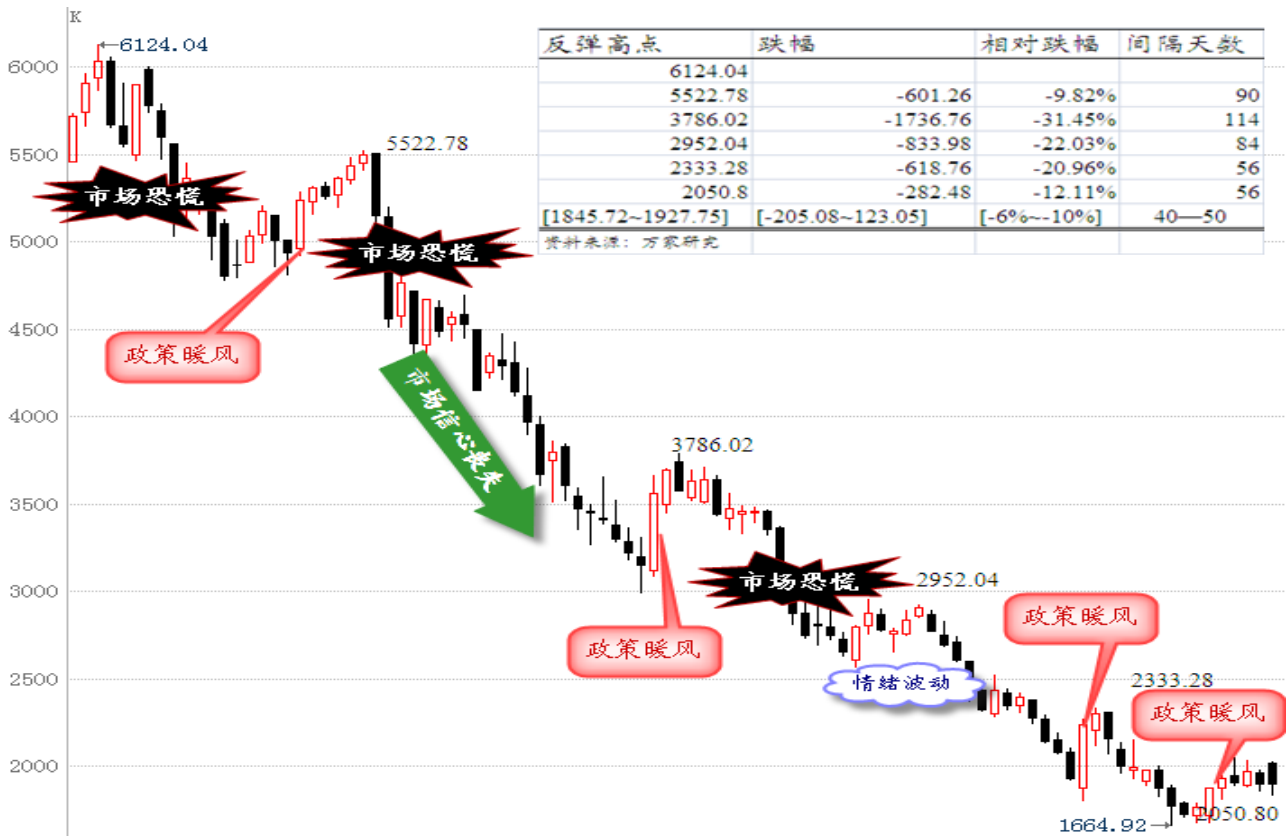


图 4A 股熊市投资者情绪变化（3日 K 线）

上市公司利润和投资者对基本面的预期恶化直接将A股市场估值向历史最低水平打压，投资者选股思路已经从挖掘成长性转向安全性，寻求低估值高安全边际成为当下流行的策略。12月A股估值有近2%的跌幅，12月A股市场PE恢复到20的水平，而PB达到3.26的水平（图5和图6），这很可能是未来3个月的估值中枢，但前提是A股市场不再出现恐慌情绪。我们必须清醒地认识到，海通证券充分体现了大小非解禁强大压力。

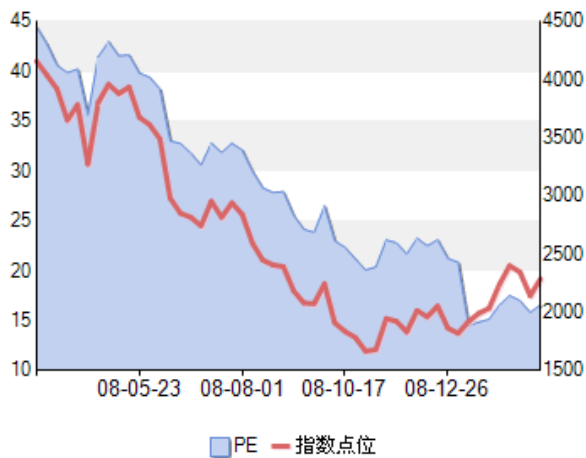


图 5A 股市盈率先变化趋势

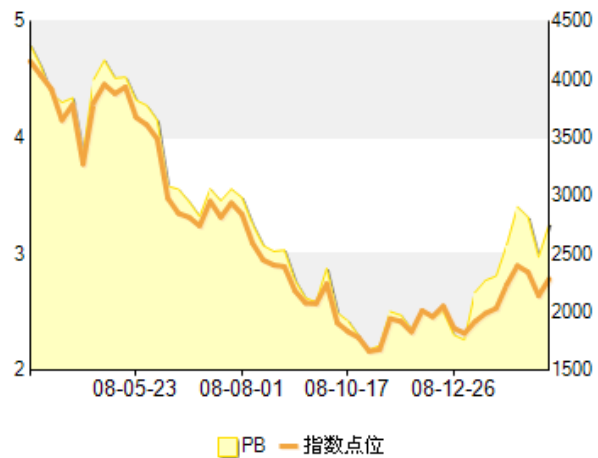


图 6A 股市净率变化趋势

注：(1) 数据来源：WIND。(2) 2008-3-8 至 2009-3-6。(3) 当前 PE=16.75, PB=3.26

表 1

世界主要市场估值对比(BLOOMBERG)

指数	当前收盘	PE	日均波动	3 年平均	7 年平均	PB	日均波动	三年平均	7 年平均
上证综合指数	2401.44	21.93	40.61	27.91	35.19	2.63	2.54	3.67	2.71
俄罗斯 RTS 指数	784.89	4.65	94.43	7.92	6.95	0.74	49.30	1.45	0.80
巴西圣保罗指数	45819.71	14.56	71.22	11.78	133.32	1.57	44.61	1.82	0.93
印度孟买 30 指数	11102.19	11.93	56.94	18.63	14.50	2.48	47.24	4.06	2.56
道琼斯工业指数	8025.00	16.03	46.72	15.79	17.94	3.52	17.46	3.48	3.42
标普 500 指数	857.51	13.29	43.09	15.81	19.28	1.92	30.11	2.54	2.90
纳斯达克综合指数	1679.41	24.22	47.08	30.30	88.42	2.15	30.90	2252.20	3.17
富时 100 指数	4082.70	17.02	-4.52	13.87	39.00	1.43	19.31	2.15	2.02
法国 CAC40 指数	3021.44	9.73	20.99	12.02	15.45	1.09	24.50	1.82	2.06
德国 DAX30 指数	4576.16	17.57	37.84	13.16	28.70	1.24	34.81	1.69	1.40
日经 225 指数	8493.77	34.58	119.62	19.96	129.84	1.10	21.40	1.71	1.63
香港恒生指数	14555.76	12.99	32.60	13.53	16.19	1.40	26.29	2.08	1.71

注：PE 和 PB 是指当前值；日均波动的单位是 BP，指 PE 和 PB 的月均波动；3 年和 7 年平均的统计区间是以交易日为单位。

市场流动性开始逐渐改善。整体经济中流动性注入出现转机（图 7），银行惜贷开始缓和（图 8）。资金开始关注到债市的风险，导致前期债券长期收益率曲线急降的情况在近期出现缓和（图 9 和图 10）。

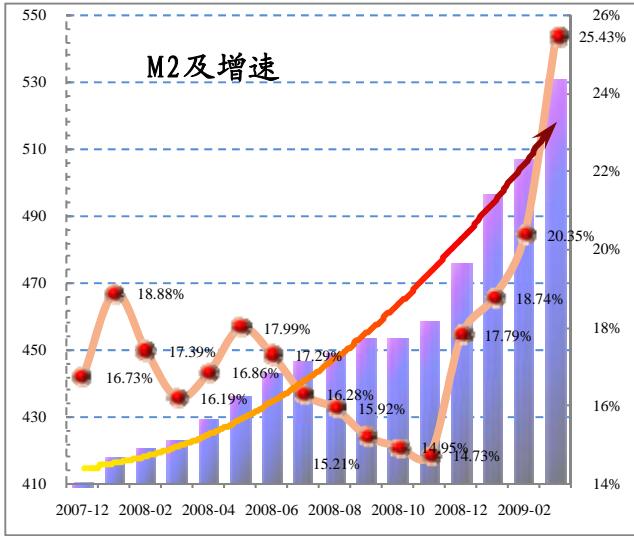


图7 货币供给增速发生突变

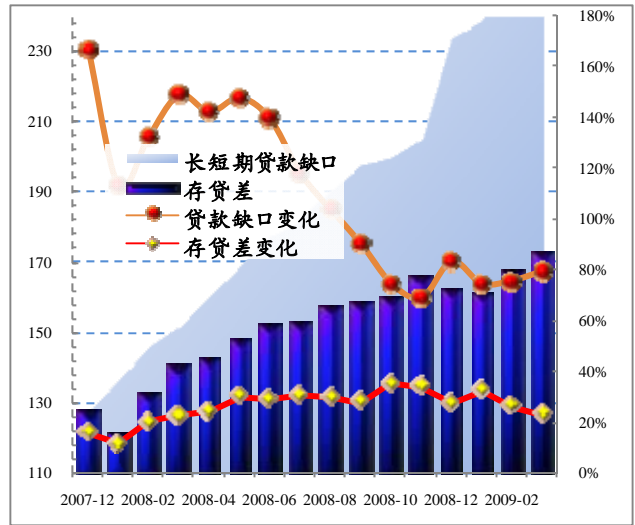


图8 惜贷现象有所缓和

注：(1) 数据来源：国家统计局。

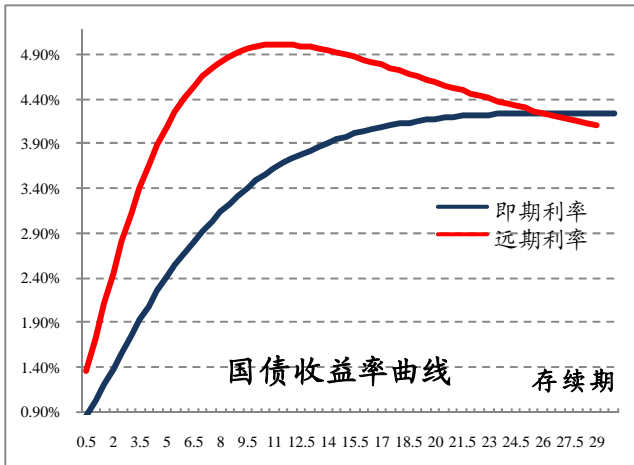


图9 国债收益率曲线

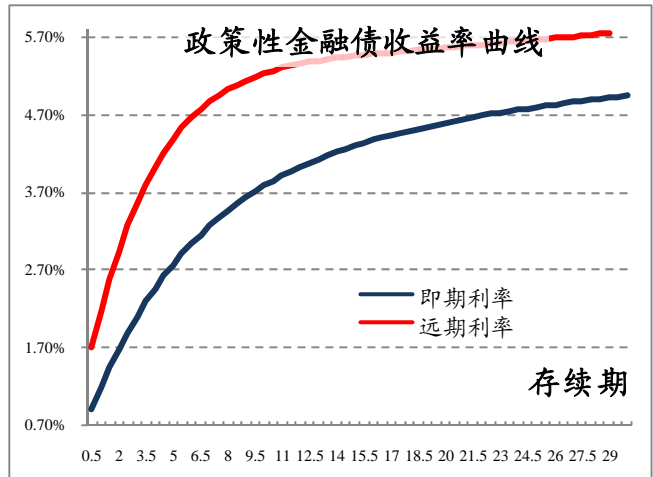


图10 政策性金融债收益率曲线

注：(1) 数据来源：货币市场指数。

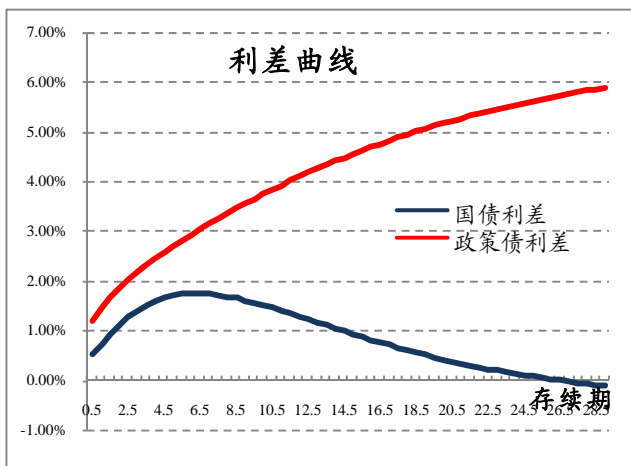


图 11 国债和政策性金融债利差曲线

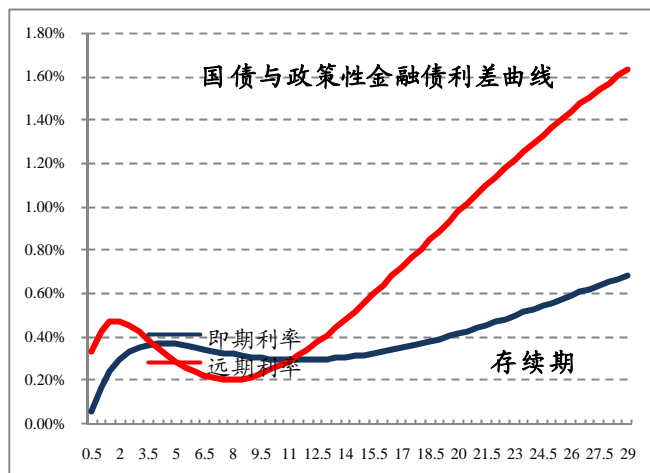


图 12 利率期限结构差异曲线

注：(1) 数据来源：货币市场指数。

中国股市存在大小非解禁风险不能不说是世界资本市场独特的“景观”，规避大小非解禁的冲击是选股时要时刻绷紧的一根弦。首先，实际减持股票数量与大小非解禁时刻表存在严格对应关系，11月海通证券的“逆势下跌”再次敲响警钟：解禁供给猛于虎！

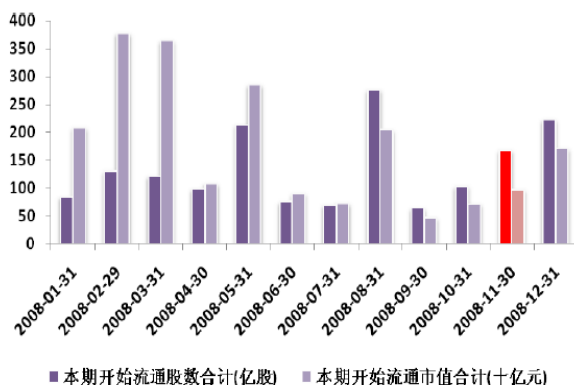


图 13 大小非解禁时间表

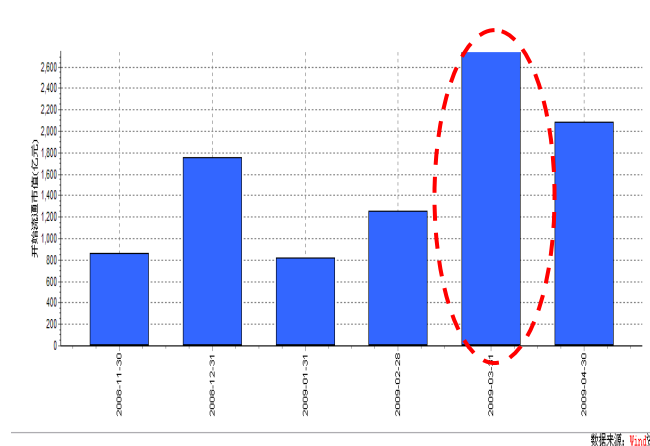


图 14 实际减持与解禁时间严格对应

注：(1) 数据来源：wind。

二、投资策略的逻辑基础

（一）公司盈利状况

宏观经济指标持续恶化，上市公司利润继续减少，公司盈利风险点从成本上升彻底转换为需求下降，但是政府主导的基建投资成为中国经济走出衰退的驱动力，政策刺激型公司利

润将保持稳定增长。

（二）行业景气与行业周期

中国经济正处于高速成长期，国民经济中主要行业表现出高景气的特征；但是各行业景气程度不一，信息传输、计算机和软件业的景气程度始终处于各行业的前茅，具有很高的投资价值。另一方面，工业、房地产和交运仓储已经开始触底反弹，我们认为这一趋势在未来一段时间将会持续；重要的是，建筑业受到经济衰退的冲击开始显示出疲软之势，我们应该尽量规避这类行业。

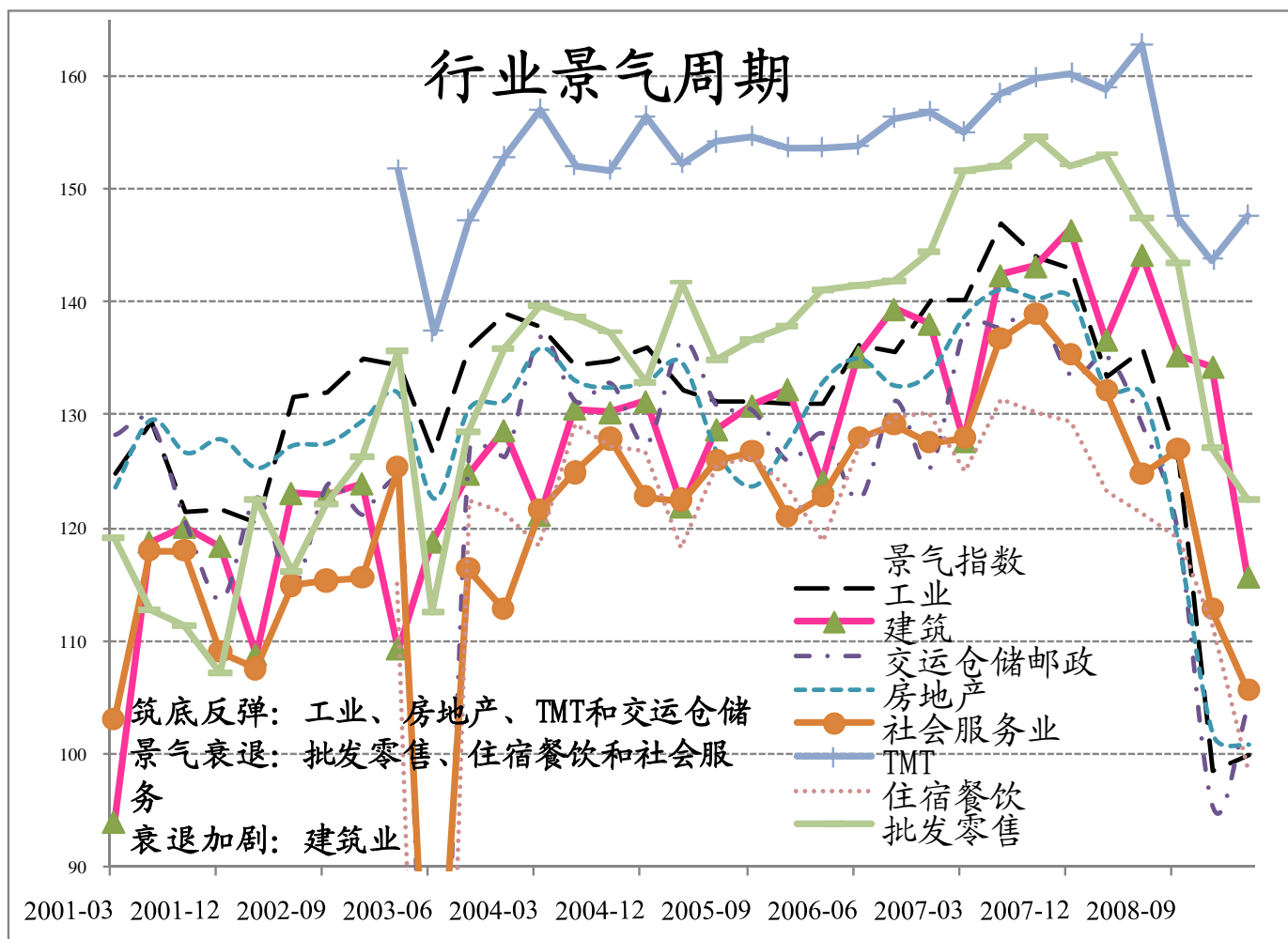


图 15 行业景气度变化趋势

(1) 数据来源: wind 数据库。(2) 灰色以下的行业低于国民经济中企业平均景气度。

各行业随着国民经济呈现周期性波动，但行业特征决定了各行业成长性有着显著的差异。

目前，中国经济正随着世界经济一同进入相对缓慢的增长期。从各行业景气程度的变换特征来看，本轮经济周期可能始于2004年末，到2007年中达到繁荣的高潮，国民经济从2007年下半年出现了衰退的迹象，各行业景气指数纷纷下降。然而，在经济衰退期间，行业景气出现了分化。

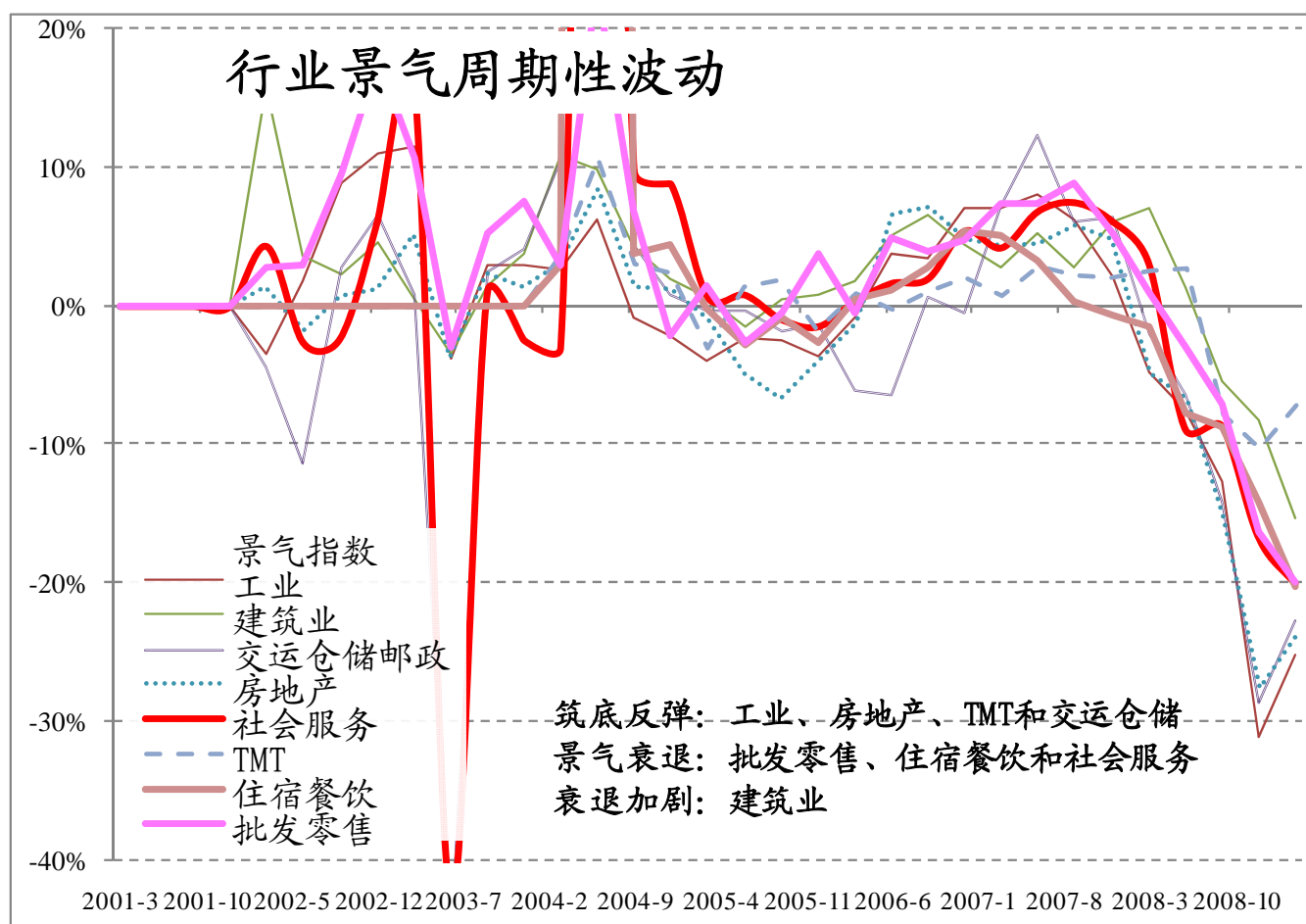


图 16 行业周期运行状况

(1) 数据来源：wind 数据库。(2) 浅蓝色内部区域，景气度上升周期的行业升幅落后于平均升幅，而景气度下降周期的行业降幅小于平均降幅。

三、风格及行业轮动特征

全球性滞涨构成了当前证券投资的大背景，什么行业能够规避经济衰退的影响？这是全球投资者最为关心的头等大事。从宏观经济进入衰退阶段判断，A 股市场随世界股市一同进入熊市。世界性滞涨的大背景的形成就将持续相当长一段时间，紧缩性货币政策抑制投资的消费需求，企业利润将在金融加速器机制下出现大幅下滑；在经济全球化的浪潮中，即使中国仍处在经济腾飞的阶段，仍然难免受世界经济拖累，未来 2 年将陷入增长周期的衰退阶段，

即横向比较看经济增长速度仍然高于世界主要工业化国家，纵向比较看真实经济增速将慢于历史平均水平。

（一）A股市场风格特征

A股市场风格表现又回到前期的特征，大盘绩优股表现相对较差，在市场回调中高 PE、高 PB 和亏损股等板块更受投资者青睐。建议投资选择关注这类风格的投资标的。

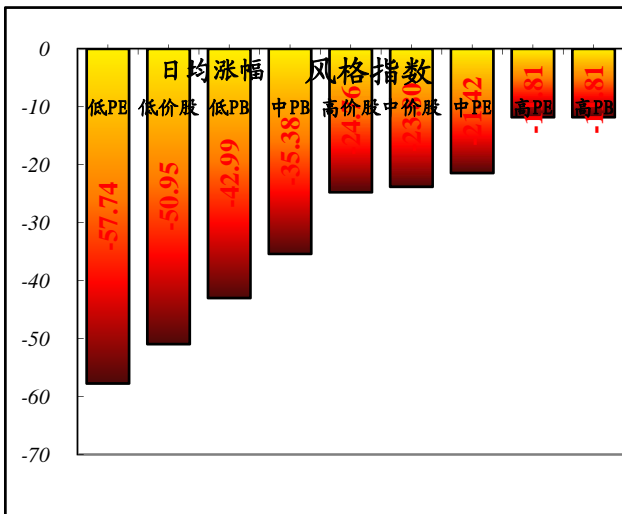


图 17 最近一周低价股跌幅最大

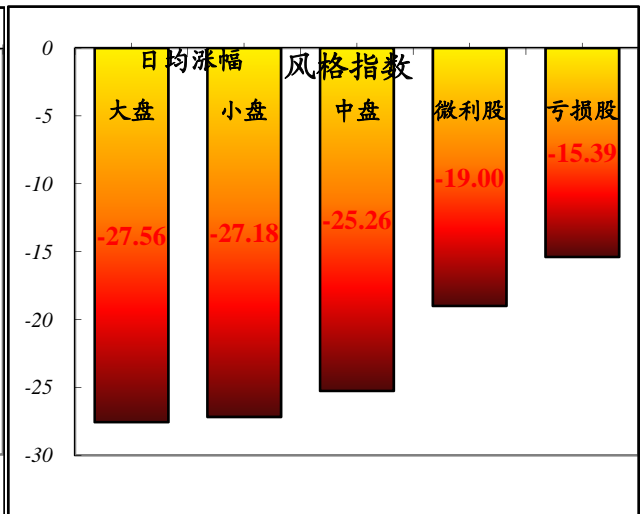


图 18 最近一周大盘股跌幅最大

注：（1）数据来源：WIND。最近一周指 2009-2-16 至 2009-2-20。

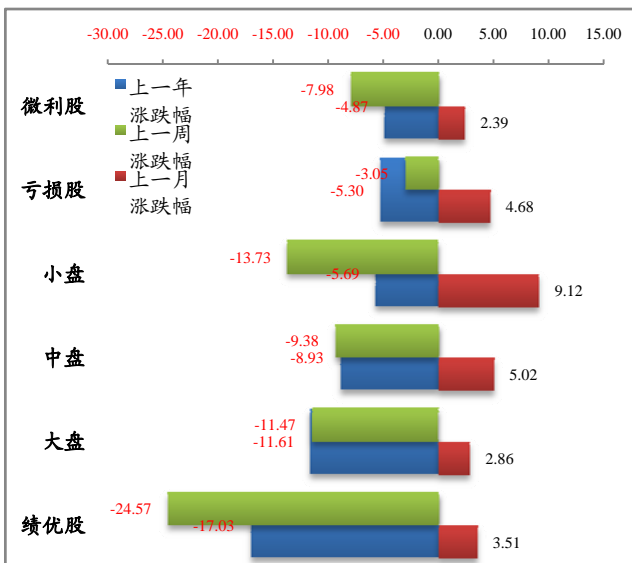


图 19 最近一月绩优股跌幅最大

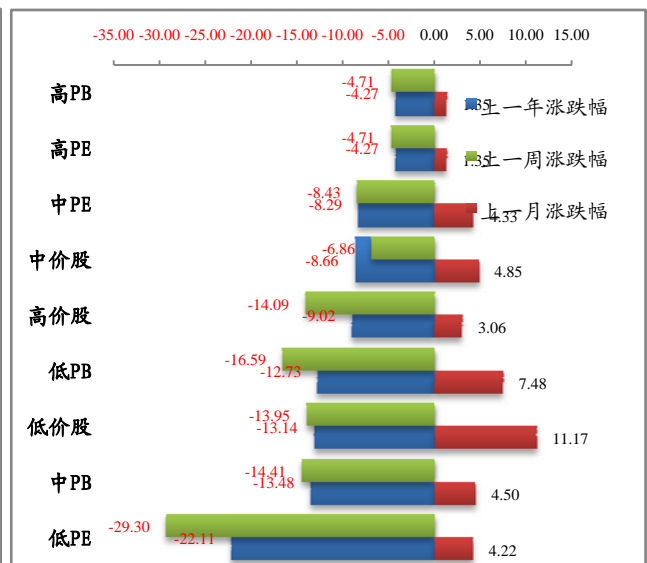


图 20 最近一月低估值股票跌幅最大

注：（1）数据来源：WIND。

（二）行业轮动的逻辑

我们主要从资金流向、板块估值和板块波动三方面考察行业轮动的特征，从景气周期和政策刺激两方面挖掘行业轮动的逻辑。

2008年资金流向反映市场追求低风险、高景气、需求刚性和政府强力投资行业的投资逻辑，这一逻辑在2009年将继续成立。从行业景气周期图谱可以明显看出，建筑建材、批发零售和电信服务等三大行业仍然维持高景气，亦是投资者青睐的投资品种；政府强力投资的范围包括电网新建改造、铁路和公路投资，直接对建筑建材、电气设备和机械构成增长动力；医疗保健是需求刚性的行业。而相对净流入排名靠前的板块依次是：计算机硬件、化纤、农业、纺织服装等行业；相对净流入排名靠后的板块依次是：公路、供水、证券、石油和交运仓储等行业。

四、市场预判

从宏观基本面判断，中央振兴经济决心已定，但能够维持反弹延续的政策力度有所减弱；中央认为经济在政策效果作用下已出现转机，5月份出台超预期的政策可能性减小；但在就业和出口的双重压力下，扩张性货币政策的方向不变，流动性泛滥在5月份不可能出现变化，流动性是否向私人部门转移是判断经济是否能够获得资金的关键。全球性经济衰退和中国出口和消费萎靡对市场构成重压；东欧和美国是世界最为担心的经济区域，以美国为首的贸易保护主义令中国出口雪上加霜。市场担心世界贸易长期不振，中国经济将在缺乏外贸支撑的条件下（外贸曾占GDP的60%）跛足前行！中国完善社保制度是一项长期重任，高储蓄低消费仍是中国传统，如果政府持续投资不能拉动消费增长，就会进一步挤出私人投资。由此，政策积极因素和基本面的消极因素复杂地交织在一起；5月宏观实体经济指标下滑而微观经济指标企稳和金融指标猛增，两类指标的反向运动使得市场分歧很大，市场维持震荡格局。注定了5月将维持震荡的格局。

从前两月市场走势来看，多空双方又开始出现焦灼；年报和季报冲击已经过去，但很多买方对上市公司业绩反弹深表怀疑。总体看，A股已经逐渐摆脱熊市特征，已经进入筑底阶段，我们判断市场将在5月市场趋势可能在震荡格局下维持微幅上升。

五、投资策略

（一）大类资产配置

建议保持适中日均仓位和较宽投资仓位限制，以灵活机动的战术应对震荡向上的市场属性。5月投资策略的性质将从防守反攻转为积极“维稳”，改变4月份防守反攻的策略，适当降低组合中房地产行业集中度，增加消费和医药等防御性品种，在稳中求进的节奏下增加收益确定、低风险的行业配置。

（二）行业配置

行业配置评级	低配	标配	超配
相对沪深 300 指数	<-5%	[-5%, 5%]	>5%

5月投资基调从4月份偏向积极转向偏向保守，在战术上保持不变，即在局部市场采取游击战术集中优势力量主攻重点投资标的，降低资产组合的贝塔值。值得注意的是，前期情况来看市场重回08年下半年的风格，大盘绩优股表现相对较差，在市场回调中高PE、高PB和亏损股等板块更受投资者青睐。就景气程度而言，信息传输、计算机和软件业的景气程度始终处于各行业的前茅，具有很高的投资价值。另一方面，工业、房地产和交运仓储已经开始触底反弹，我们认为这一趋势在未来一段时间将会持续；重要的是，建筑业受到经济衰退的冲击开始显示出疲软之势，我们应该尽量规避这类行业。建议低配纺织服装、金融地产、有色、电子元件、通用设备制造、建筑和外贸服务；适当增加TMT、机械制造业和金融业的比重至标配；超配增长确定高安全边际的防御性行业，消费、医药、铁路建设、电网建设、和工程轮胎制造。