

2009年6月万家基金策略报告

——“维稳”转“积极”

万家基金研发部李泽祥

投资态度和投资节奏：建议保持较高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。6月策略的性质将从5月份积极“维稳”转为积极，适当增加进攻性品种配置，在稳中求进的节奏下增加业绩增长确定的行业配置。

市场预判：从宏观基本面判断，中央振兴经济决心已定，中国经济正走在康复之路；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（包括央行扩张性货币政策和国外资金流向 BRICKS）在6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；6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缓增，市场维持震荡格局。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6月市场趋势可能在**震荡格局**下维持**上涨**。至于**风格**，关于人们的关注点开始从流动性层面转向更加实质的业绩层面，所以有业绩支撑的公司将成为市场热点；市场风格向大市值、好业绩、低价低估值股票转移。

行业配置：6月投资基调从5月份偏向保守转向比较积极，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，增加资产组合的贝塔值。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。固定投资项目资本金调整有助于刺激地产等行业的投资，并拉动工业生产。建议**超配**地产、金融、有色等通胀预期和投资双驱动行业；**标配**增长确定高安全边际的防御性行业，TMT、消费、医药、铁路建设、电网建设和工程轮胎制造。**低配**纺织服装、电子元件、通用设备制造和外贸服务。

目 录

一、市场回顾.....	3
二、投资策略的逻辑基础.....	7
(一) 公司盈利状况.....	7
(二) 行业景气与行业周期.....	8
三、风格及行业轮动特征.....	9
四、市场预判.....	10
五、投资策略.....	11
(一) 大类资产配置.....	11
(二) 行业配置.....	12
图 1 全球股市上涨已成趋势.....	4
图 2A 股市盈率变化趋势.....	5
图 3A 股市净率变化趋势.....	5
图 4 货币供给增速开始稳定.....	6
图 5 惜贷现象缓减融资环境改善.....	6
图 6 国债收益率曲线.....	6
图 7 政策性金融债收益率曲线.....	6
图 8 国债和政策性金融债利差曲线.....	7
图 9 利率期限结构差异曲线.....	7
图 10 大小非解禁时间表.....	7
图 11 实际减持与解禁时间严格对应.....	7
图 12 行业景气度变化趋势.....	8
图 13 行业周期运行状况.....	9
图 17 最近一周低价股涨幅最大.....	10
图 18 最近一周绩优股涨幅最大.....	10
图 16 最近一月绩优股涨幅最大.....	10
图 17 最近一月低估值股票涨幅最大.....	10

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。

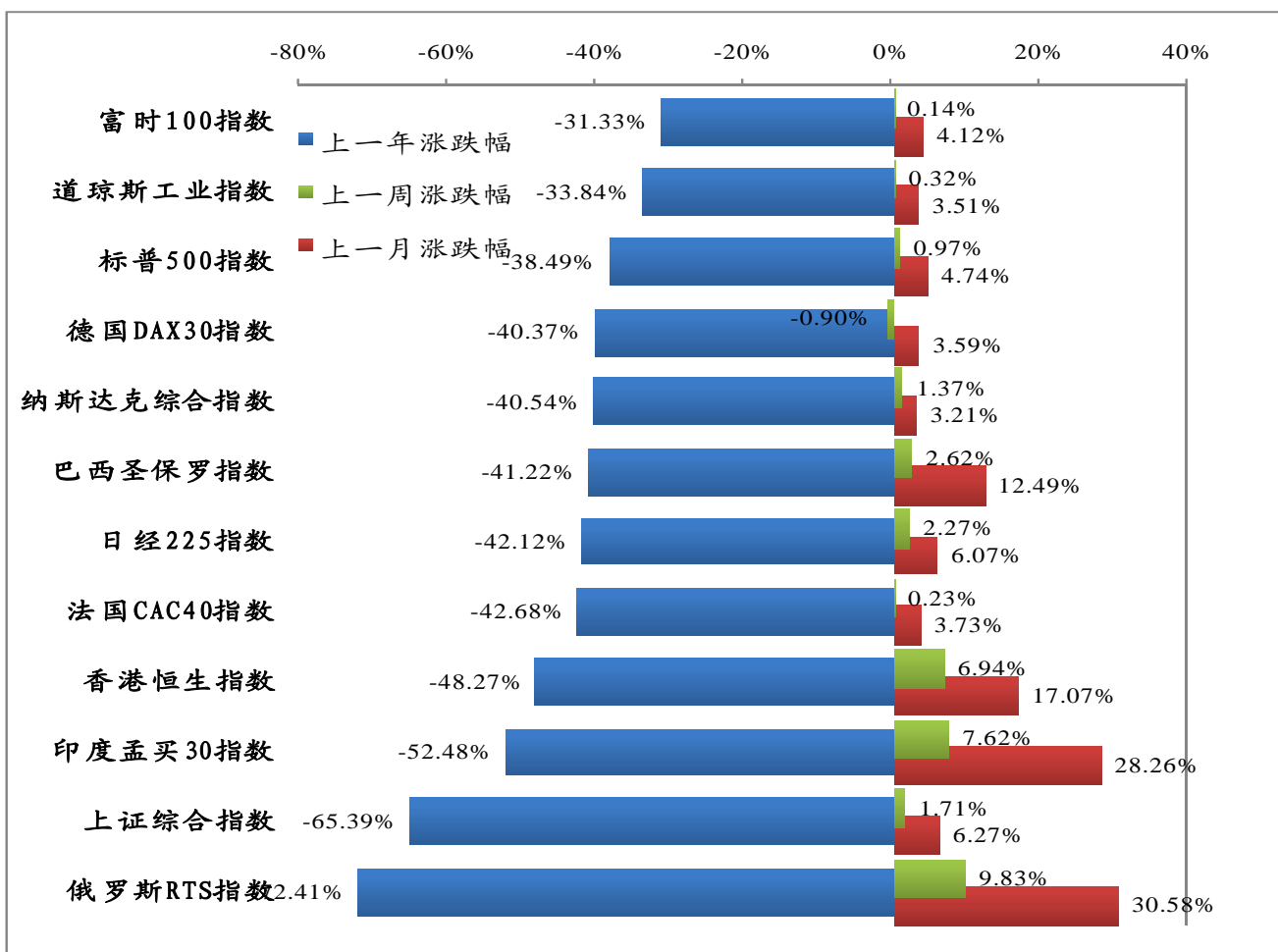


图 1 全球股市上涨已成趋势

数据来源：BLOOMBERG。

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。

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，投资者择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。

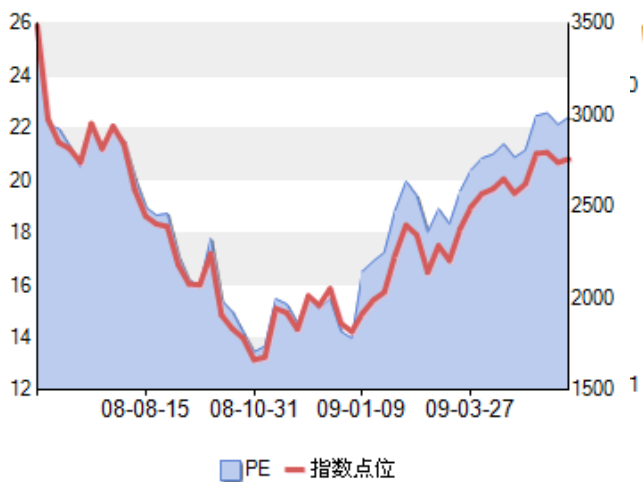


图 2A 股市盈率先变化趋势

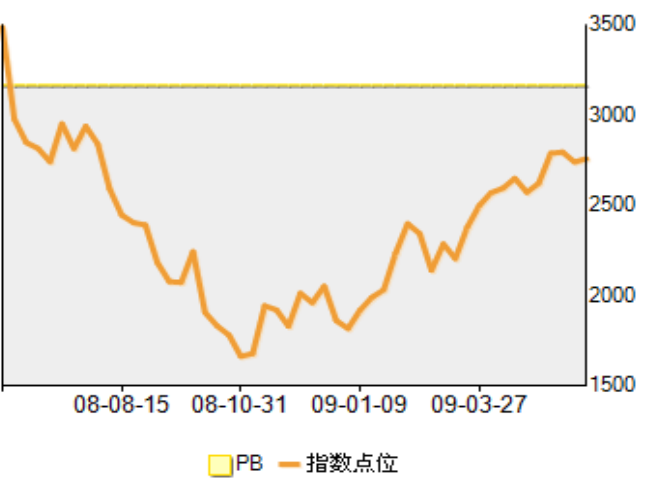


图 3A 股市净率变化趋势

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	3 年平均	7 年平均
上证综合指数	2632.93	26.72	4.52	27.86	34.35	2.87	23.89	3.68	2.66
俄罗斯 RTS 指数	1087.59	6.32	96.24	7.94	6.99	0.97	60.58	1.43	0.80
巴西圣保罗指数	53197.73	22.26	222.24	12.03	125.33	1.74	32.82	1.81	0.94
印度孟买 30 指数	14625.25	15.59	25.17	17.87	14.47	3.33	92.34	4.01	2.59
道琼斯工业指数	8500.33	21.01	29.20	15.85	17.76	3.89	13.44	3.50	3.39
标普 500 指数	919.14	15.03	40.67	15.77	19.05	2.05	14.01	2.52	2.88
纳斯达克综合指数	1774.33	27.02	1.47	30.14	75.99	2.28	11.03	986.41	3.18
富时 100 指数	4417.94	29.33	69.27	14.10	36.85	1.64	31.60	2.12	2.02
法国 CAC40 指数	3277.65	11.61	85.02	11.96	15.21	1.19	11.85	1.79	2.05
德国 DAX30 指数	4940.82	25.58	159.81	13.45	28.00	1.32	5.91	1.68	1.39
日经 225 指数	9522.50	25.98	0.00	19.95	102.17	1.30	24.12	1.69	1.62
香港恒生指数	18171.00	16.35	89.72	13.61	16.03	1.73	51.93	2.07	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）。

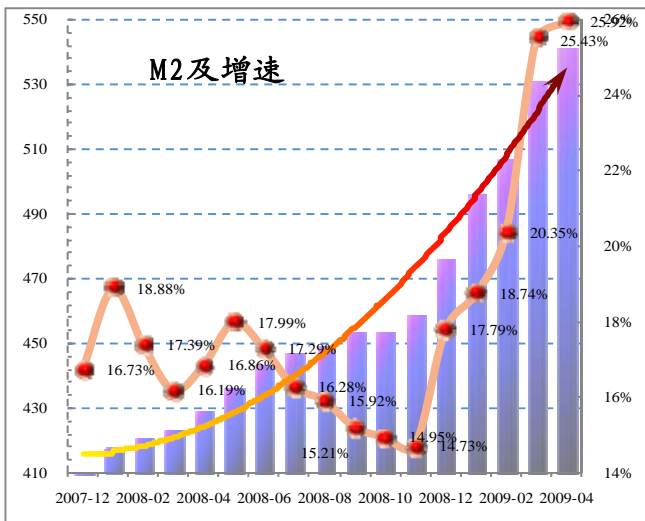


图4 货币供给增速开始稳定

注：(1) 数据来源：国家统计局。

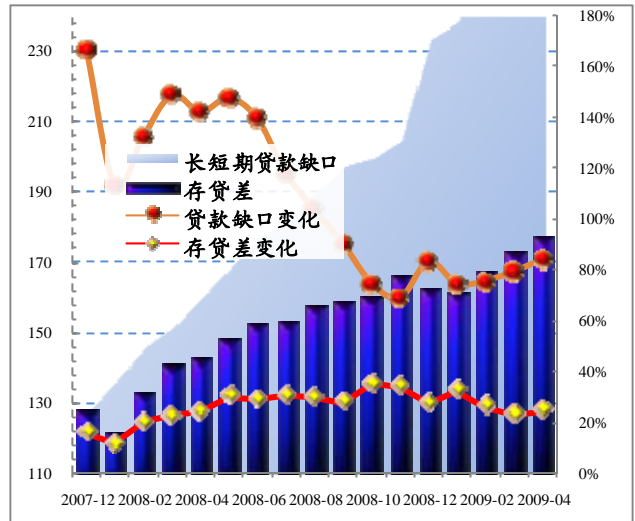


图5 惜贷现象缓减融资环境改善

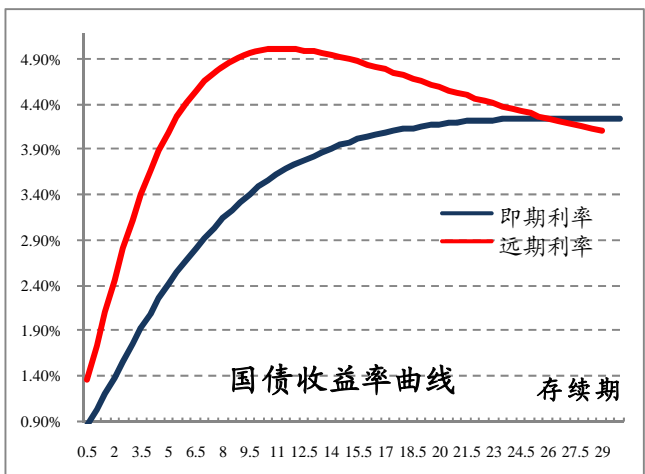


图6 国债收益率曲线

注：(1) 数据来源：货币市场指数。

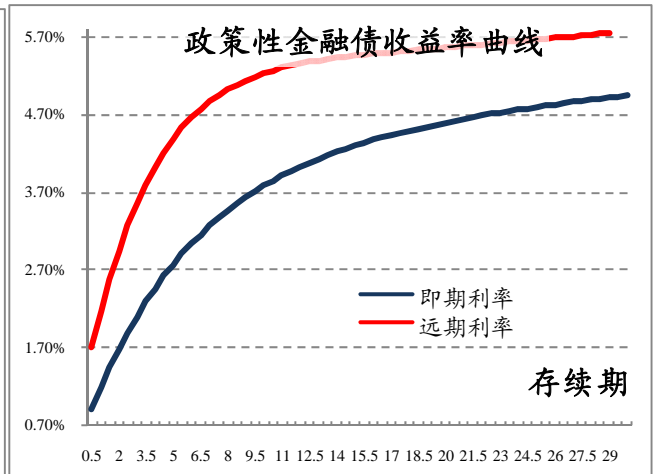


图7 政策性金融债收益率曲线

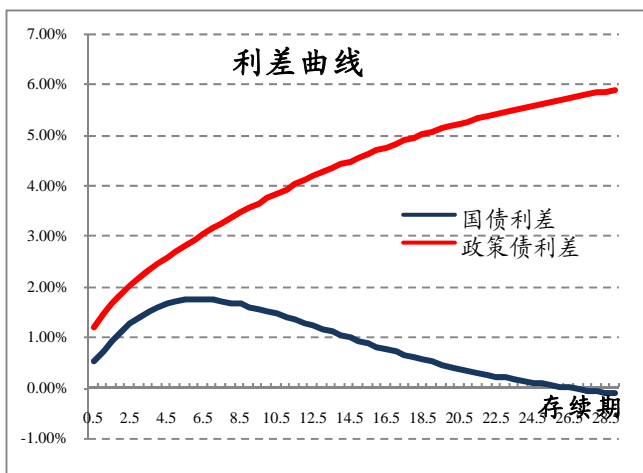


图 8 国债和政策性金融债利差曲线

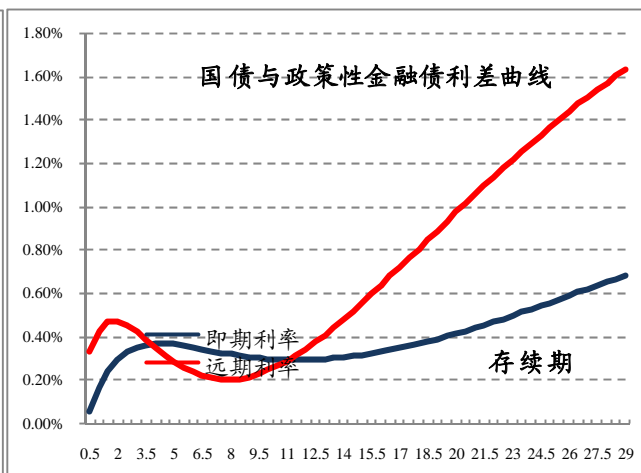


图 9 利率期限结构差异曲线

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！

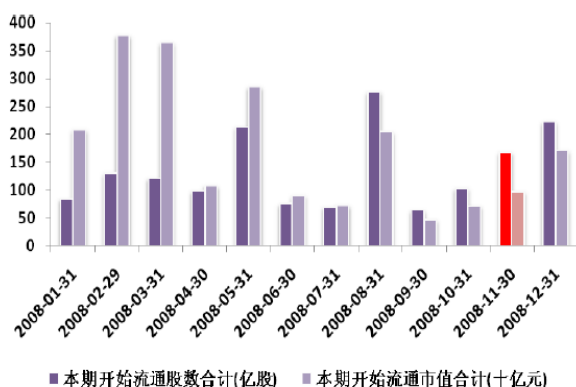


图 10 大小非解禁时间表

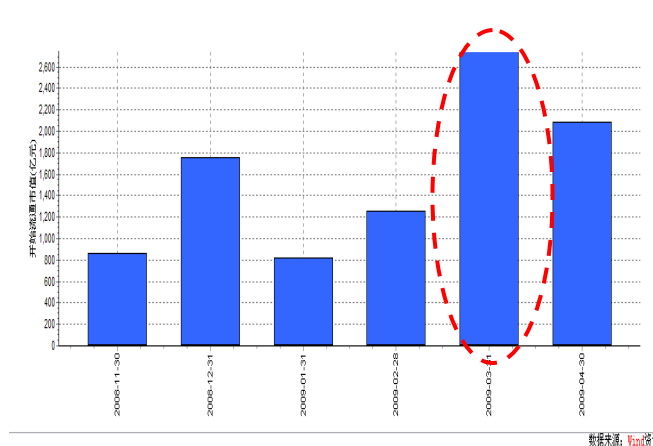


图 11 实际减持与解禁时间严格对应

注：(1) 数据来源：wind。

二、投资策略的逻辑基础

（一）公司盈利状况

宏观经济逐渐好转，上市公司利润逐渐恢复，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。

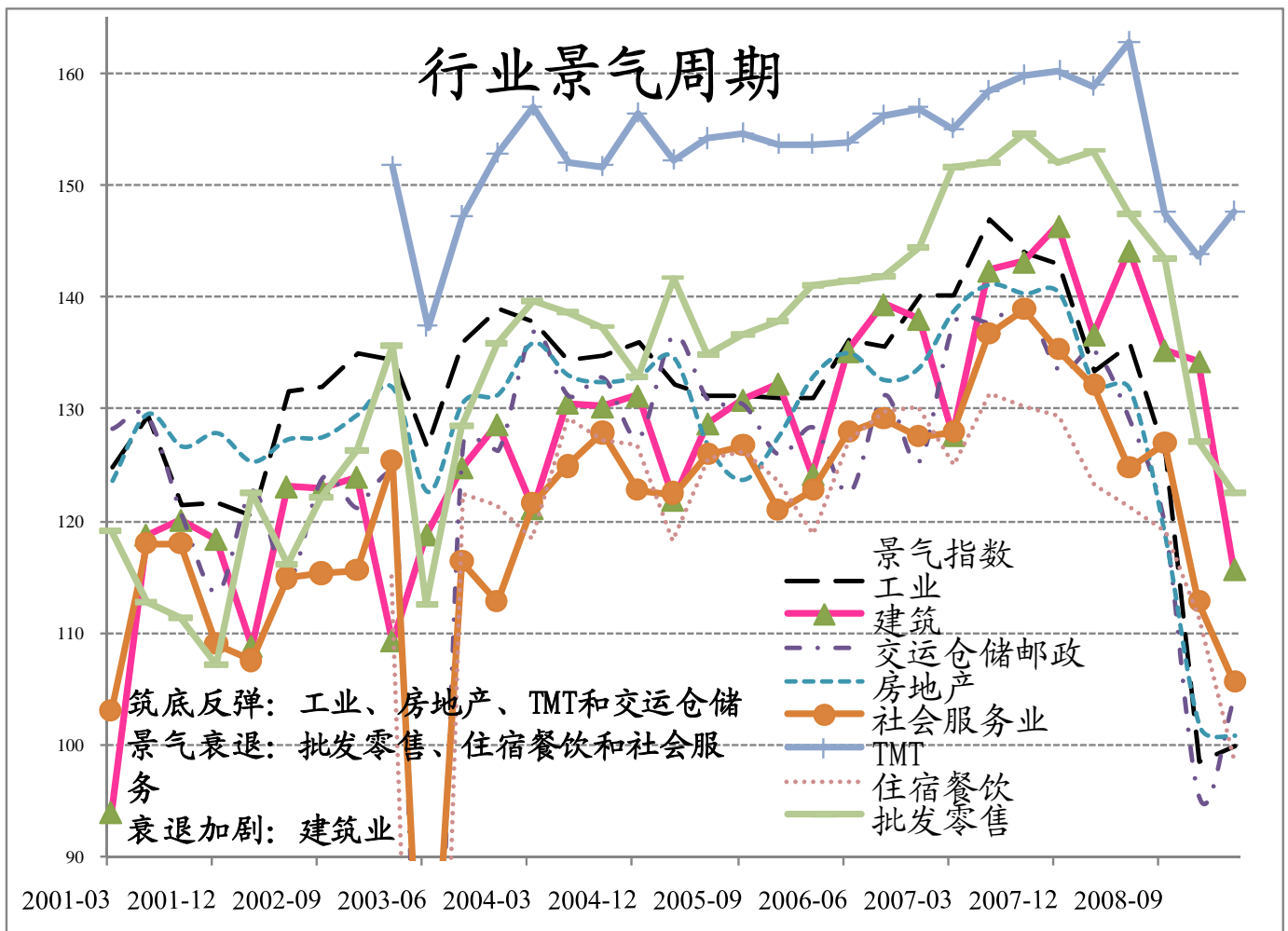


图 12 行业景气度变化趋势

(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。

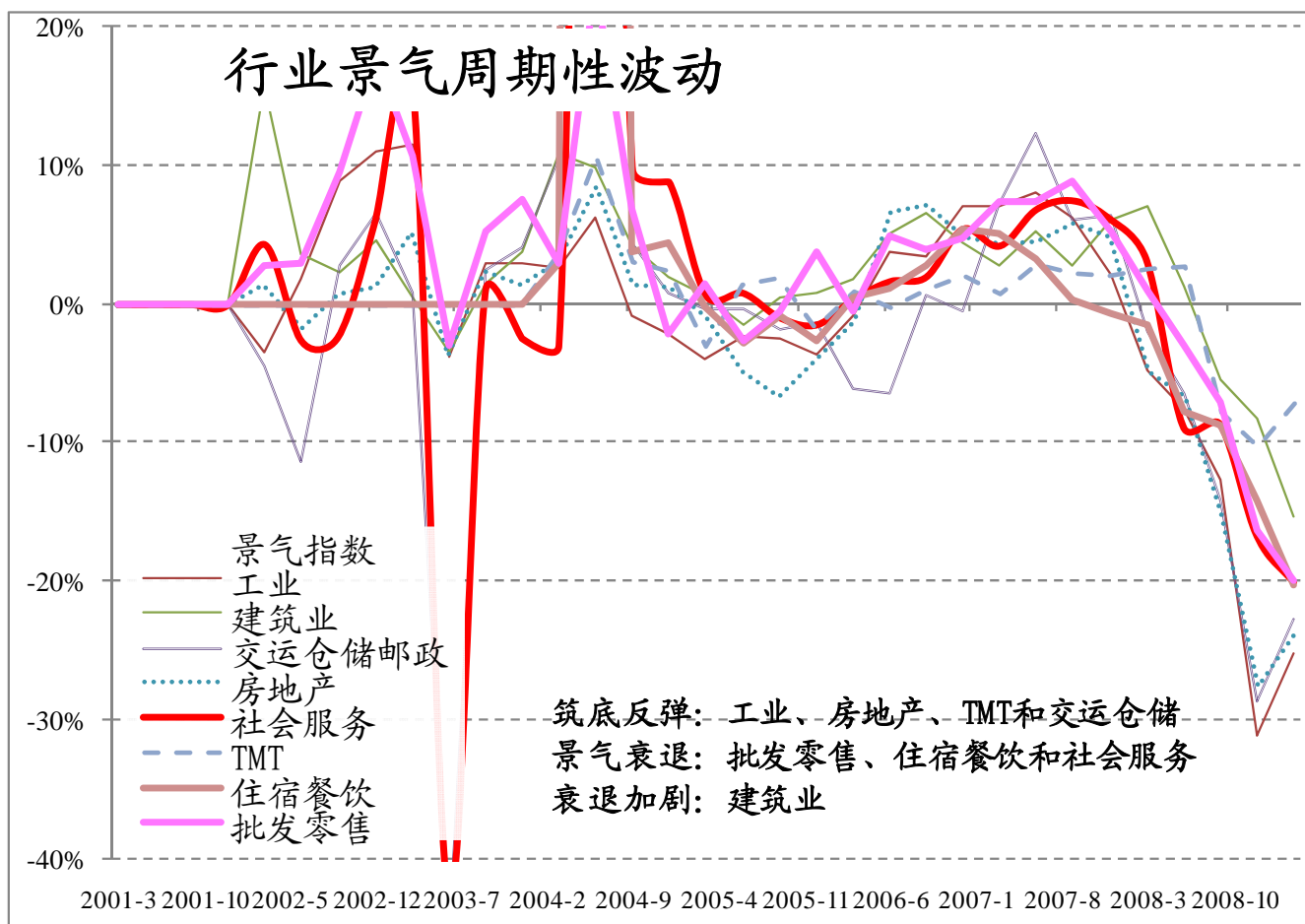


图 13 行业周期运行状况

(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。

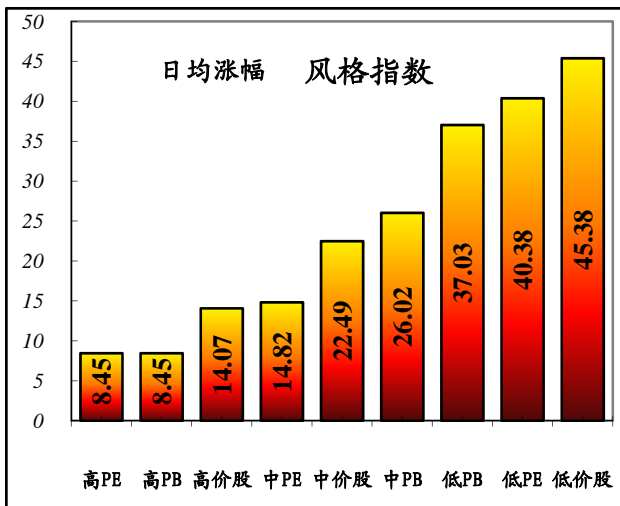


图 14 最近一周低价股涨幅最大

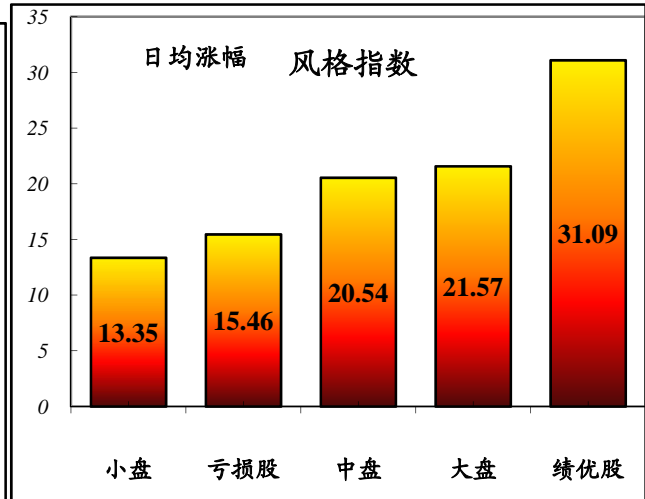


图 15 最近一周绩优股涨幅最大

注：(1) 数据来源：WIND。

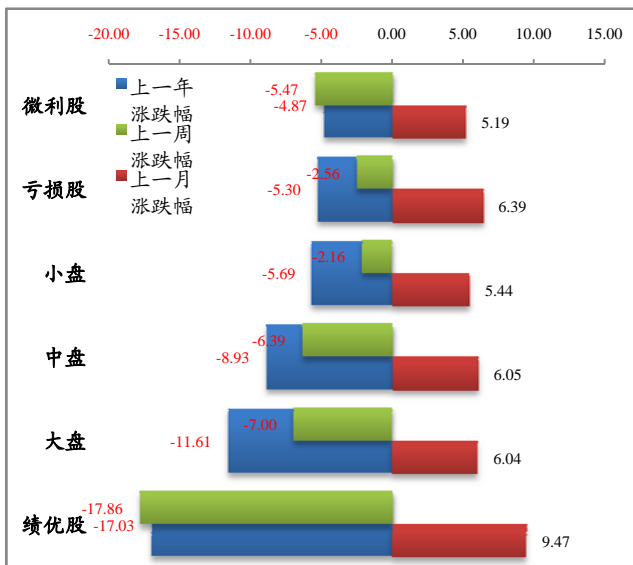


图 16 最近一月绩优股涨幅最大

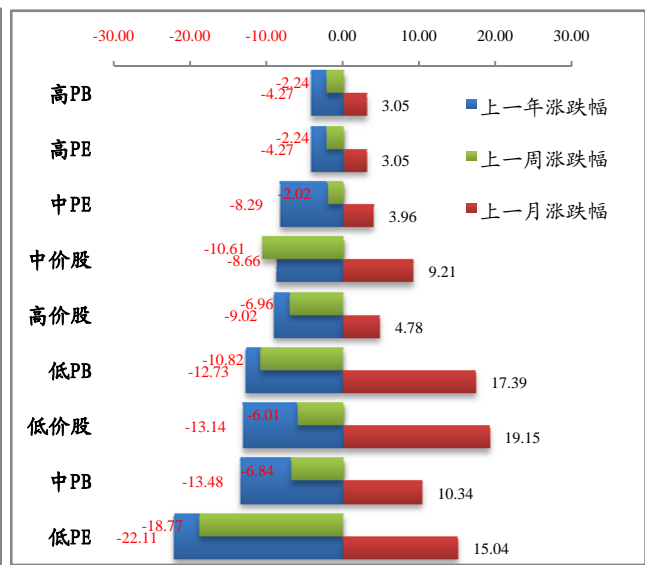


图 17 最近一月低估值股票涨幅最大

注：(1) 数据来源：WIND。

四、市场预判

政府财政和货币政策的刺激作用、企业再库存、以及消费者信心的逐渐恢复等因素导致近期主要经济体如美国、日本、印度、德国、英国等经济大多处于改善过程中，近期的经济数据显示主要经济体经济企稳复苏的迹象有所增强。由于上述主要经济体经济数据近期出现

明显好转或者好于预期的情况，市场对经济复苏的信心增加；同时，新兴市场国家的经济复苏使美元出现贬值。以上两个因素共同推升国际大宗商品价格，油价也已突破 65 美元/桶。通胀预期进一步强化，流动性释放的第二阶段渐行渐近。近来大宗商品价格上升会进一步强化通胀预期，流动性释放的第二阶段已经越来越近。我们一直认为，流动性释放的第一阶段靠信贷余额增速提升；第二阶段靠物价见底回升后存款增速下降，这一阶段市场的推升力量体现为居民部门在通胀预期形成后资产配置的调整。

大宗商品价格上升强化通货膨胀预期，流动性释放的第二阶段渐行渐近。从通胀保护国债（TIPS）与一般国债差在逐渐增大来看，也能反映出通胀预期在增加。我们一直认为，流动性释放有两个阶段，第一阶段靠信贷余额增速提升；第二阶段物价见底回升后存款增速下降。我们仍然认为三季度和四季度将是 CPI 和 PPI 逐步见底回升的阶段，而且 CPI 很有可能三季度转正，届时存款增速开始下降、存款活期化显现、货币流通速度提升，流动性释放进入第二阶段，流动性不会成为市场的约束。

中国经济下半年比上半年好是大概率；美国等主要外部经济下半年至明年上半年企稳并逐渐康复也是大概率；随着通胀预期的进一步强化和物价指数的见底回升，流动性释放进入第二阶段已指日可待，居民部门会通过调整资产配置降低存款尤其是定期存款的配置，并增加股票等风险资产配置。在这样的背景下，我们建议对市场仍持相对乐观态度。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 6 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

建议保持较高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。6 月策略的性质将从 5 月份积极“维稳”转为积极，适当增加进攻性品种配置，在稳中求进的节奏下增加业绩增长确定的行业配置。

（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%

6 月投资基调从 5 月份偏向保守转向比较积极，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。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。固定投资项目资本金调整有助于刺激地产等行业的投资，并拉动工业生产。建议**超配**地产、金融、有色等通胀预期和投资双驱动行业；**标配**增长确定高安全边际的防御性行业，TMT、消费、医药、铁路建设、电网建设和工程轮胎制造。**低配**纺织服装、电子元件、通用设备制造和外贸服务。

坚持持有地产汽车、煤炭有色；买入银行；埋伏钢铁。地产复苏我们认为可持续，缘于真实利率的下降预期，而且地产煤炭有色仍是通胀预期下的最好选择；银行的逻辑：物价见底回升的过程就是息差下降周期结束的过程和存款增速下降过程的开始，银行盈利周期面临拐点，而且上周香港市场金融股上涨的背景下，A 股的投资机会也应有体现可能。另外，对于汽车家电等先导行业仍可继续持有，但四季度前后应注意 PPI 和原材料价格回升后可能带来的成本冲击风险。