

2009年下半年万家基金策略报告

——在泡沫中慎行，沿复苏主线布局

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。下半年策略的性质将积极为主，进攻性品种作为主流配置，在稳中求进的节奏下增加早周期高弹性行业配置。但随时关注货币政策动向，一旦央行开始收紧货币，泡沫行情随时可能终结。

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）在下半年不可能出现变化，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；欧洲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；下半年宏观实体经济指标逐步企稳回升，微观经济指标和金融指标缓增，我们判断中国经济处在复苏早期。从市场表现判断，泡沫已经出现，但程度算不上严重；从泡沫生灭周期看，泡沫刚刚开始（注意：这要把过度恐慌到估值修复这段时间刨除），还将靠着惯性持续一段时间。总体结论是，市场维持上涨的趋势。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。重要的是，2009年下半年重大资产重组将引发市场局部热点，是万家基金资产配置的重中之重。

行业配置：下半年投资基调比较积极，但随时关注货币政策微小变化可能对股市泡沫的冲击。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，积极寻找重大资产重组标的。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，是复苏之后最受益的产业。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.....	8
(二) 行业景气与行业周期.....	8
三、风格及行业轮动特征.....	10
四、市场预判.....	11
五、投资策略.....	13
(一) 大类资产配置.....	13
(二) 行业配置.....	13
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.....	9
图 13 行业周期运行状况.....	10
图 14 最近一周低价股涨幅最大.....	11
图 15 最近一周绩优股涨幅最大.....	11
图 16 最近一月绩优股涨幅最大.....	11
图 17 最近一月低估值股票涨幅最大.....	11
图 12 为什么扩张性货币政策在当下会产生怕麽.....	13

009年下半年中国经济恢复相对较快且具有持续性，保持[8.5%,11.5%]的增速。实体经济方面：出口好转仍不明显，消费增速继续下行；物价企稳回升（市场甚至开始担心通胀）；我们认为，物价指标在7月份后跌幅将降低，全球充沛流动性下通胀预期将来临。值得欣慰的是，固定资产投资将保持高位稳定增长，各项微观指标显示工业增加值增速不再快速下滑且呈企稳之势。虚拟经济方面表现显著强于实体经济；虽贷款和M2还将继续增加，但增速将显著放缓。民间投资启动，房地产投资开始较快增长，开发商拿地开工刺激上游行业复苏；汽车和奢侈品销量持续增加。从市场表现判断，泡沫已经出现，但程度算不上严重；从泡沫生灭周期看，泡沫刚刚开始，还将靠着惯性持续一段时间。总体结论是，市场维持上涨的趋势。

一、市场回顾

国际股市表现出经济复苏早期的震荡回升特征。上半年全球主要股市呈现回升趋势，我们认为这种趋势会持续到下半年。

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是从中国股市第一波上涨的催化剂；由此引发的经济复苏将是第二波上涨的催化剂。

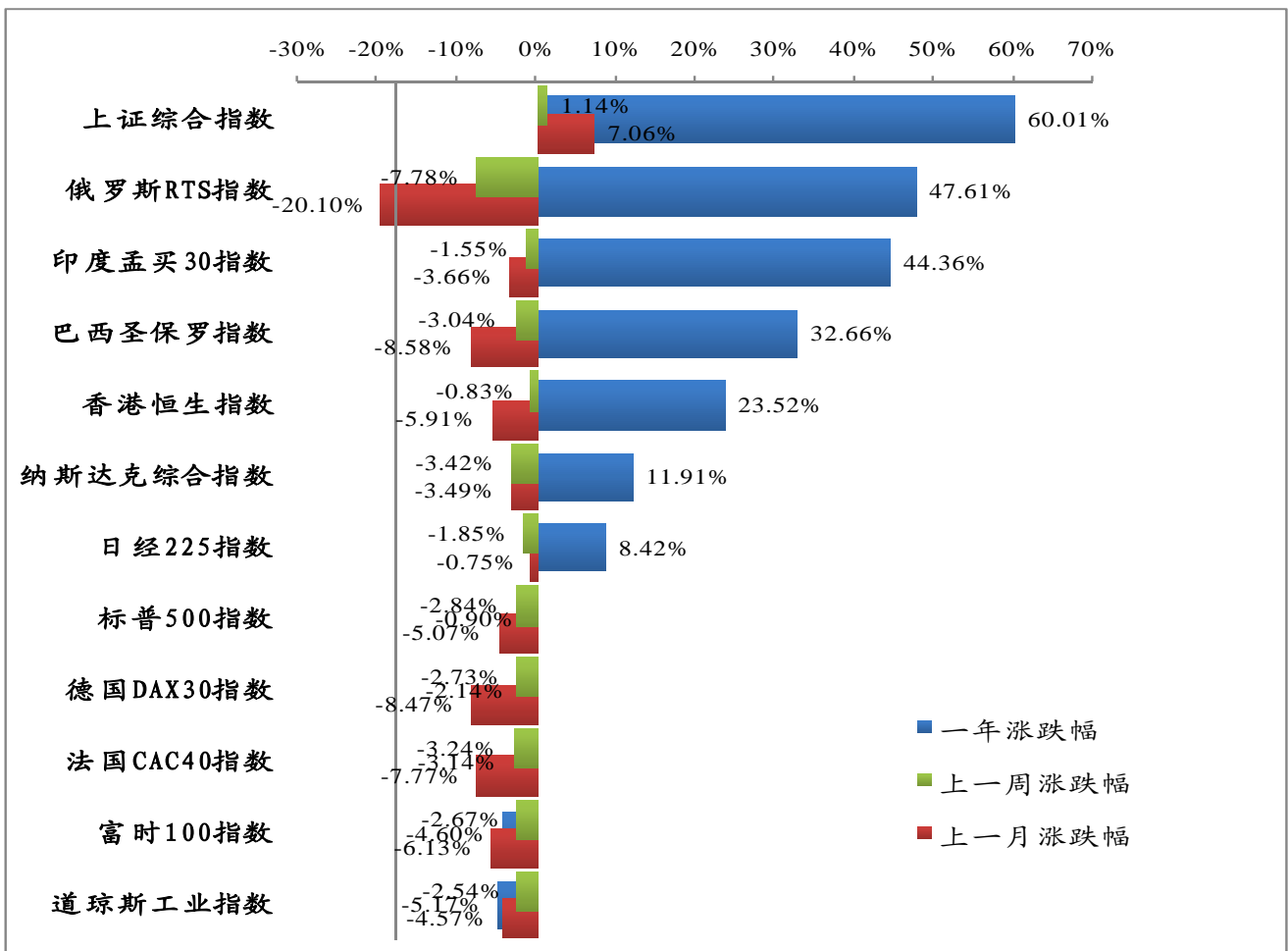


图 1 全球股市上涨已成趋势

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上半年流行的策略。6 月 A 股上证指数有 12% 的涨幅，PE 恢复到 30X 的水平，而 PB 达到 3.2 的水平（图 2 和图 3），未来 6 个月的估值中枢在经济复苏和通胀预期引导下很可能再次抬升，但前提是中央银行不会出台紧缩性货币政策。

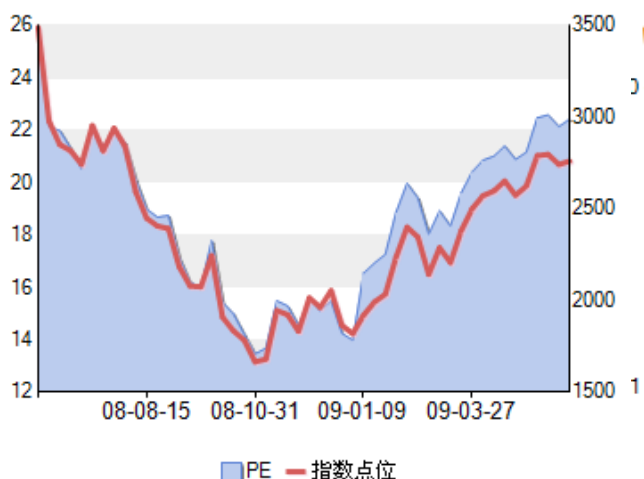


图 2A 股市盈率先变化趋势

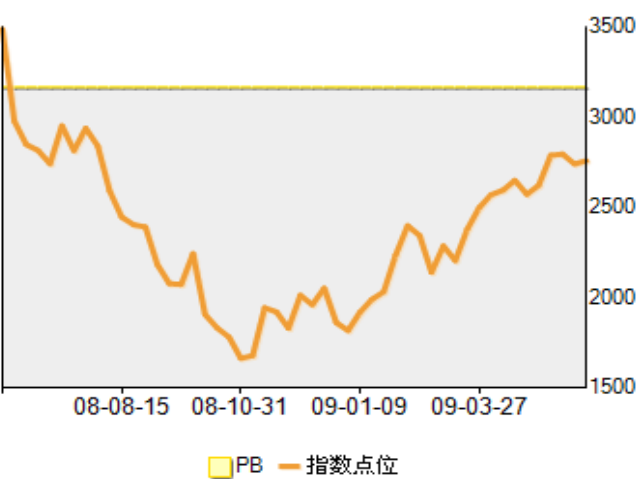


图 3A 股市净率变化趋势

注：(1) 数据来源：WIND。(2) 2008-3-8 至 2009-3-6。(3) 当前 PE=30X, PB=3.2X

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	2913.39	29.38	42.67	28.00	33.77	3.17	42.00	3.70	2.63
俄罗斯 RTS 指数	932.74	5.70	-66.34	7.94	7.03	0.83	-59.71	1.43	0.80
巴西圣保罗指数	49813.58	19.93	-45.02	12.27	107.74	1.63	-26.12	1.82	0.95
印度孟买 30 指数	14296.78	15.31	-8.37	17.83	14.49	3.11	-8.23	4.00	2.62
道琼斯工业指数	8322.91	10.99	-202.57	15.77	17.67	2.38	-164.89	3.50	3.38
标普 500 指数	895.10	14.16	-24.26	15.74	18.94	1.94	-24.07	2.51	2.88
纳斯达克综合指数	1764.92	26.96	-1.35	30.05	66.92	2.27	-2.93	1013.89	3.19
富时 100 指数	4230.02	33.57	60.77	14.50	35.36	1.55	-22.39	2.10	2.02
法国 CAC40 指数	3116.82	11.04	-20.09	11.93	15.08	1.13	-20.63	1.77	2.05
德国 DAX30 指数	4707.15	26.15	10.08	13.75	27.59	1.25	-21.56	1.67	1.40
日经 225 指数	9605.64	25.98	0.00	20.04	81.62	1.31	3.90	1.68	1.62
香港恒生指数	17771.75	15.91	-8.38	13.70	15.94	1.74	4.01	2.07	1.72

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 4），银行开始在增加长期贷款在贷款总额中的比例（图 5）。在通胀预期和经济复苏预期的交织下，资金开始关注到债市的风险（图 6 和图 7）。

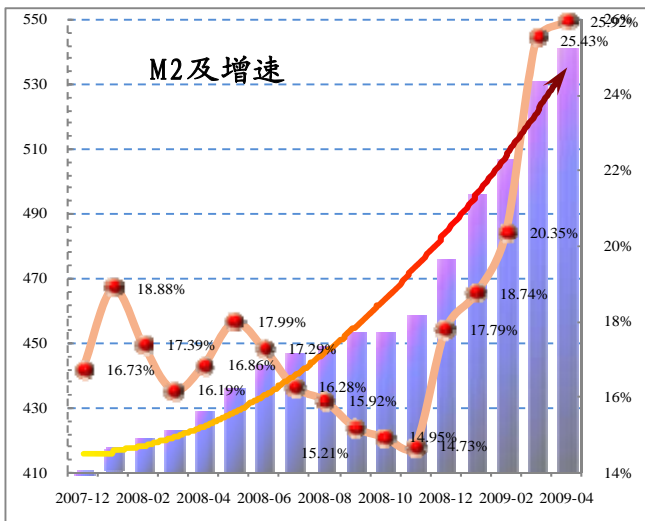


图 4 货币供给增速开始稳定

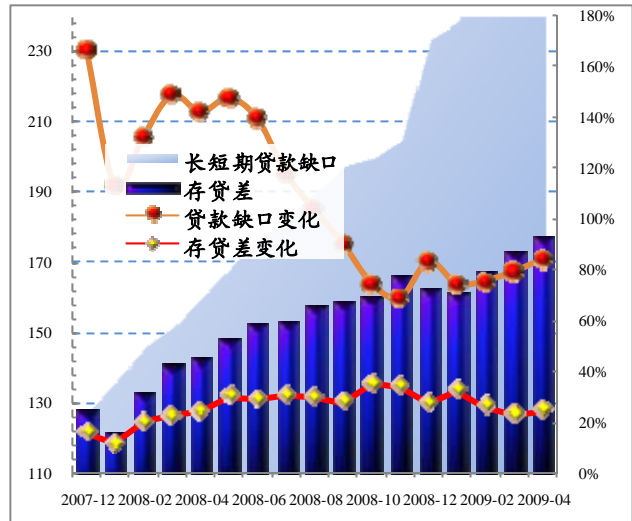


图 5 惜贷现象缓减融资环境改善

注：(1) 数据来源：国家统计局。

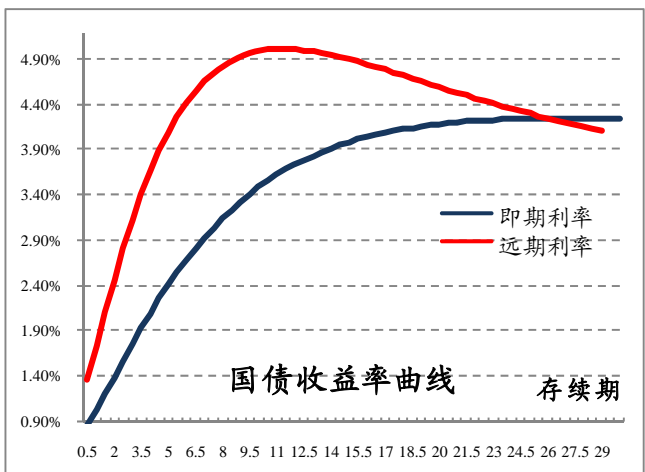


图 6 国债收益率曲线

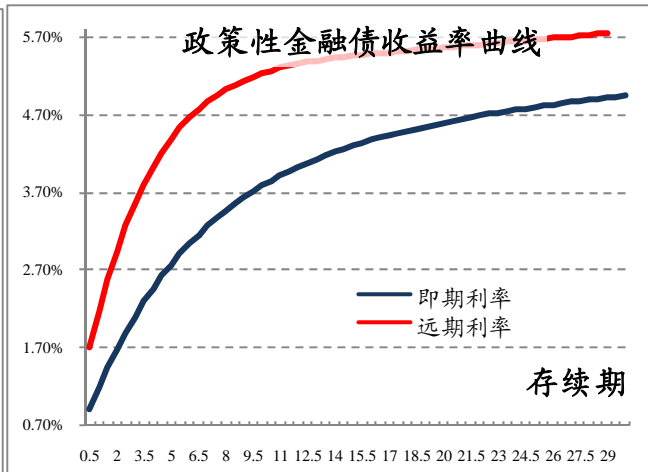


图 7 政策性金融债收益率曲线

注：(1) 数据来源：货币市场指数。

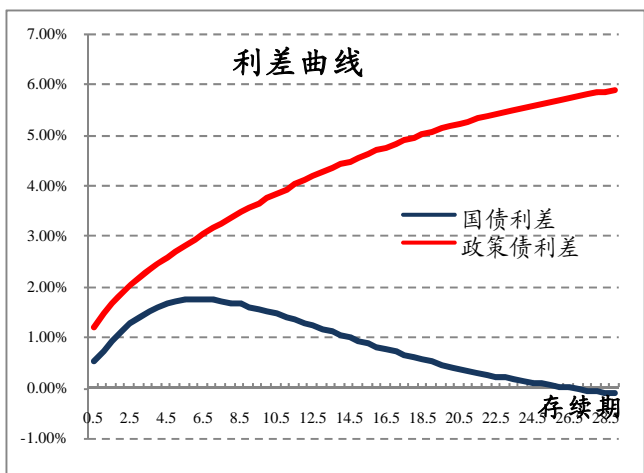


图 8 国债和政策性金融债利差曲线

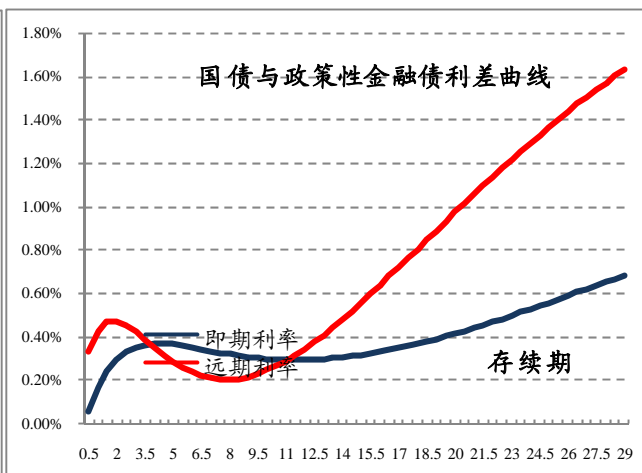


图 9 利率期限结构差异曲线

注：(1) 数据来源：货币市场指数。

但与此同时，我们必须对证券市场供给保持足够的警惕。一方面，IPO 的开闸会从供给面压低 A 股估值；另一方面，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。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，尽管国有股由社保账户转持在一定程度上可以缓减短期供给压力，但不能不说是一个长期隐患。

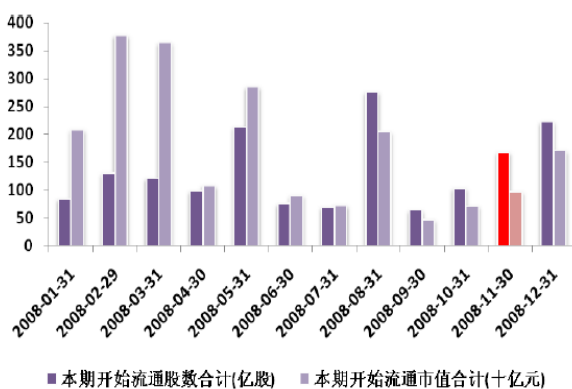


图 10 大小非解禁时间表

注：(1) 数据来源：wind。

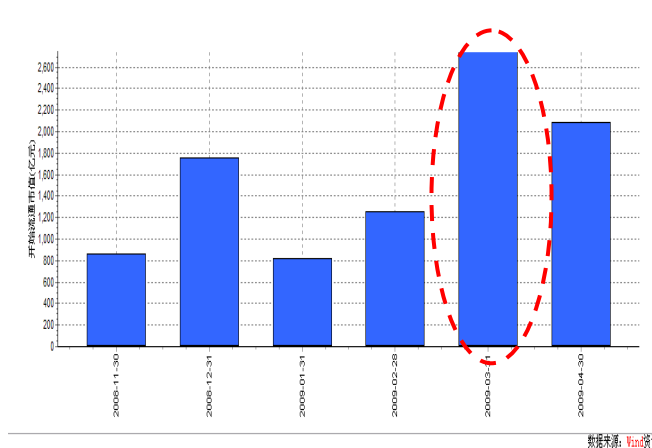


图 11 实际减持与解禁时间严格对应

二、投资策略的逻辑基础

（一）公司盈利状况最差的情况已经过去

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。我们初步判断，上半年上市公司业绩增速在[-12%,-18%]之间，但下半年业绩有大幅而显著的回升，其中有基数效应，但更主要的是经济复苏早期企业业绩逐步释放的结果；初步判断上市公司下半年业绩增速在[15%,20%]之间，全年业绩增速在[10%,18%]。

考察 A 股上市公司利润增速，我们必须首先对其结构进行分解。从近年来 A 股净利润结构变化来看，金融行业利润占比不断提高，09 年 1 季度，“金融+能源”利润占比达到 82%，远超过 57%的市值占比，预测 A 股利润增速的重点落在“金融+能源”两个行业。剩余 18%的利润绝大多数来自于中下游制造。

随着通胀预期的逐渐强化，我们判断降息周期结束。下半年银行业净息差随升息而扩大；随着通胀见底，净息差将在 2 季度触底反弹，贷款下半年仍将保持快速增长(虽然环比下滑)，贷存比逐步攀升，而且盈利性强的资产占比开始增大；而且随着经济复苏，银行坏账率有望下降，因此，我们判断银行业利润逐季好转，全年预计增长 8%。

房地产也受益于通胀，CPI 和房价正相关，M1 增速比房地产销量领先。由于在低利率和首付隐性降低，加上 2008 年被压抑的需求释放，2009 年上半年自住型需求爆发性释放，排队买房和开发商捂盘囤积居奇的现象再现；下半年，随着流动性泛滥引发的通胀预期愈加强烈，投机型房地产需求将再度接棒，刺激房地产投资和建设新一轮高潮，地产泡沫继股市泡沫之后又起。政府与开发商之间唇齿相依关系决定了在失业高企、外需疲软的背景下，地方政府没有动力约束地产泡沫，当且仅当这种泡沫威胁到金融稳定时，政府才会出台强制性政策，我们预期 2009 年下半年房地产泡沫问题不会严重到如此程度。

（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。

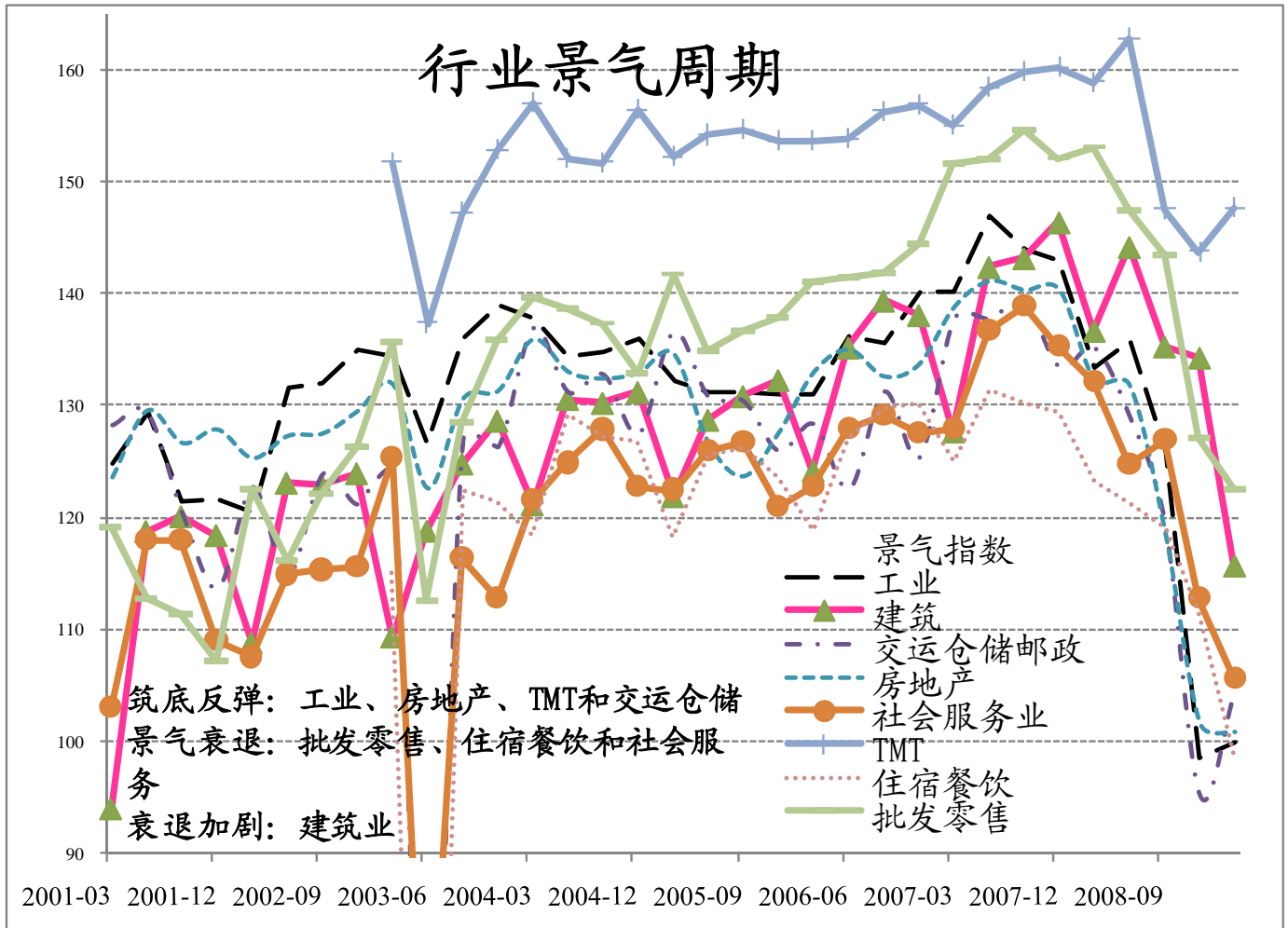


图 12 行业景气度变化趋势

(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。

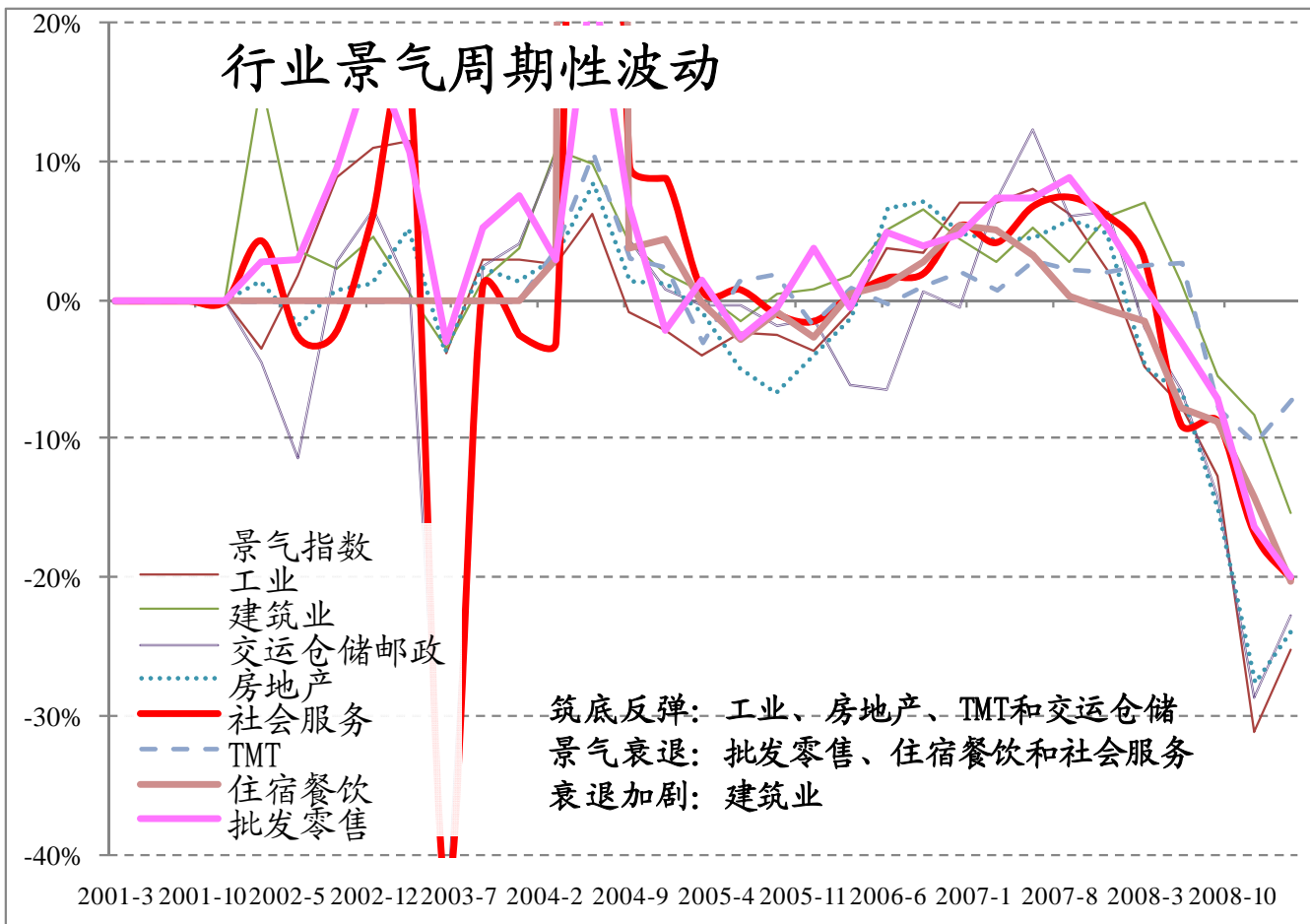


图 13 行业周期运行状况

(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

全球性经济复苏和通胀预期构成了当前证券投资的大背景, 什么行业能够受益于这一正一反的趋势? 这是全球投资者最为关心的头等大事。

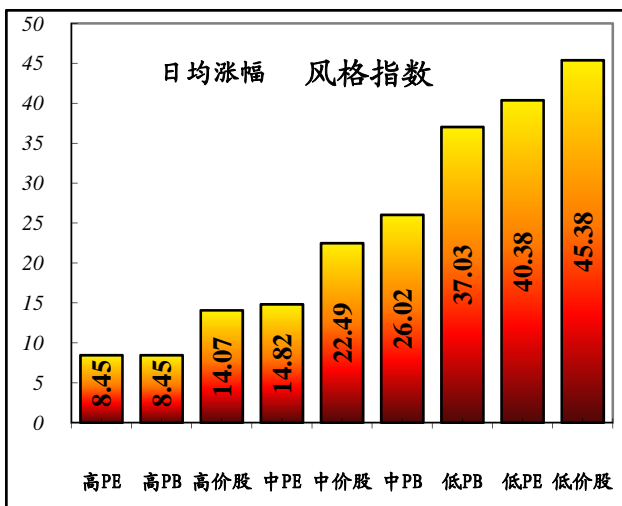


图 14 最近一周低价股涨幅最大

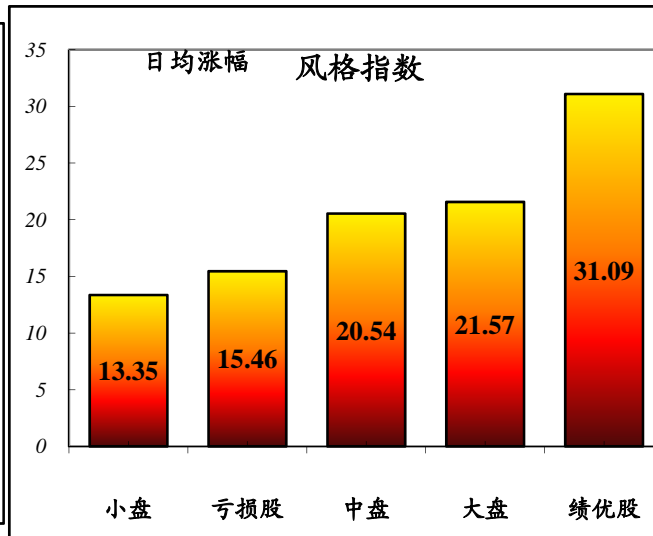


图 15 最近一周绩优股涨幅最大

注：（1）数据来源：WIND。

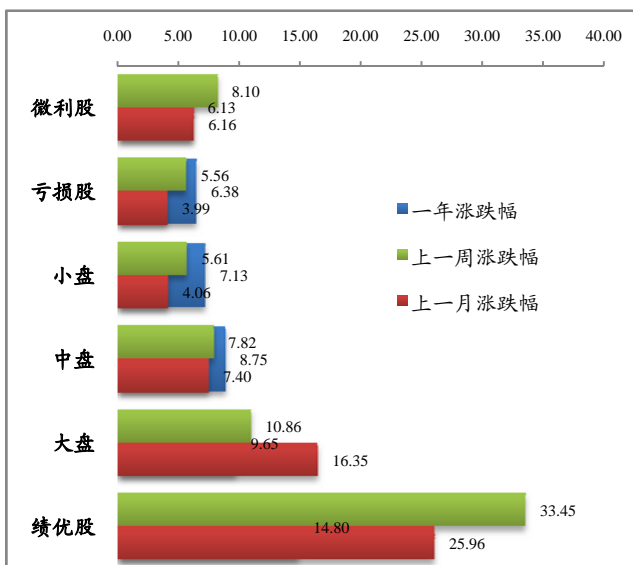


图 16 最近一月绩优股涨幅最大

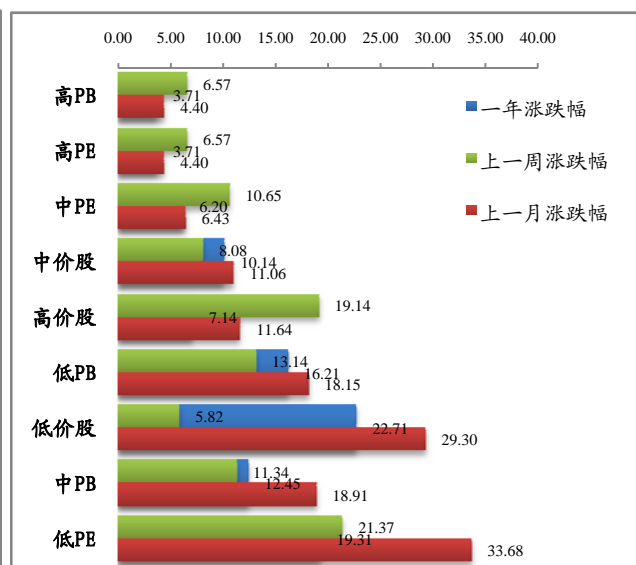


图 17 最近一月低估值股票涨幅最大

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 70 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，我们判断市场将在下半年市场趋势可能在震荡格局下维持上升趋势。



图 18 为什么扩张性货币政策在当下会产生怕麽

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泡沫簇拥下的市场向上趋势。下半年策略的性质将积极为主，进攻性品种作为主流配置，在稳中求进的节奏下增加早周期高弹性行业配置。但随时关注货币政策动向，一旦央行开始收紧货币，泡沫行情随时可能终结。

（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%

下半年投资基调比较积极，但随时关注货币政策微小变化可能对股市泡沫的冲击。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，积极寻找重大资产重组标的。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，是复苏之后最受益的产业。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。在下半年整个投资趋势把握是重心下移，随着经济复苏逐步得到投资者确认，那么投资时钟将出现旋转，行业轮动自然要跟上趋势——我们投资重配行业逐渐从上游过度到中下游，注重消费升级带来的重大投资机遇，尤其是注意房地产、汽车、3G、高端百货等可能出现被压抑需求爆发的可能。需要特别指出的是，我们的策略并未包括区域因素，原因在于根据区域选择投资标的显得比较空洞，如果要寻找适合的区域标的，必须要符合国家区域发展规划、产业发展规划、财政政策重点扶持行业的交集，然后在交集中寻找早周期、通胀预期收益的大品种，在根据公司对上述筛选标的之熟悉程度，选择低估值、高贝塔的进攻性品种，最后根据各基金的合同规定选择业绩预增确定的品种。