

## 2008 年 11 月策略报告

- ✚ **投资态度和投资节奏：** A 股市场低位运行和脉冲行情将是下半年的主旋律，总体投资保持谨慎基调。四季度市场保持震荡下行，个别时间段内有政策驱动的脉冲式反弹行情，建议保持较低的日均仓位和较宽的投资仓位限制，以灵活机动的战术应对震荡下行加偶有反弹的市场属性。**严格控制组合中行业集中度，在稳中求进的节奏下尽可能均衡配置资产。**整个策略定性为防御性策略，持保守态度配置未来业绩增长确定的行业，偏重价值型且无大小非风险公司，反弹阶段超配高贝塔资产后宜快速减仓。
- ✚ **基本判断：** 世界经济滞涨和中国经济出现高位回落背景下，A 股市场被悲观的氛围笼罩，逢高减仓已成投资者主流思路；股市低位运行、脉冲式行情、上市公司利润增速下降、大类资产转换在继续；中国经济正处在经济周期中下行调整的初期，A 股市场相应处在股市周期的下行调整中前期，二者在 4 季度出现拐点概率不大；调控政策放松只能提振投资者信心，宏观经济进入上行周期才能恢复投资者信心。未来几个月内的**经济发展态势：**通胀率持续下降；工业增加值增速持续回落，企业抵押资产价值下降，贷款需求被迫降低，存货增加、各类跌价和减值准备计提增加，产量和销售额下降，企业利润继续下滑；居民可支配收入增速下降，消费、投资和净出口增速下降（J 曲线效应出现），银行惜贷出现，社会减少权益类投资而增加债券类投资，银行存款定期化趋势继续；利率和法定存款准备金率，出现流动性陷阱；但一段时间之后政府支出将出现较大幅度的上升，同时挤出民间投资的挤出效应出现。**政策发展态势：**货币政策持续放松：表现为放弃信贷规模控制，降低两率；降低法定存款准备率的节奏基本是每月进行，幅度 0.5—1%；降低利率的节奏基本是按月进行，幅度在 18—27BP，体现出低幅高频特征。通过窗口指导促进中小企业信贷。宽松的财政政策：本年内财政政策工具选择上，以税率调节为主、政府支出为辅。主要体现在增值税改革、出口退税率的降低、补贴率和回补率的提高；预计通过中央工作会议会改变这种局面，在明年通过扩大赤字的方式增加支出。产业政策实现结构调整：表现在促进节能减排、支持三农上；未来可能不会对重化工业发展格局作出太大调整。

- 市场预判：**基本上，未来6个月内行业景气和EPS持续回调导致估值下行；但政府刺激经济政策的陆续出台随时会催生熊市中的反弹。在成本上升和信贷紧缩的条件下，上市公司业绩增速明显放缓，最近全球大宗商品普遍大幅下跌和国家宏观调控思路的转变在一定程度上可以减缓上市公司业绩的下滑速度和程度，但行业整体陷入衰退的趋势不可能改变，所以救市政策对A股市场刺激的幅度和持续时间有限。上市公司盈利能力（ROIC和ROE）下降、成本（WACC、权益成本和经营成本）费用率上升、未来增长（g）减速、重估资产价值贬值（根据托宾Q理论，B在熊市中下降）和银行自主性信贷紧缩加剧等诸多负面因素的影响强于积极政策的刺激效应，市场纷纷降低公司评级，极大打击了投资者信心，市场估值（PE和PB）出现大幅下调并不断向历史最低水平逼近。技术上，A股仍然下行通道，估值还将大幅偏离历史均值。市场情绪悲观，成交量萎缩、股市持续走低，股指趋势没有出现反转概率很小；政策出台随时可能催生反弹，但反弹高度以上轮高点为阻力位；整个市场一致预期A股市场将经历一场大幅调整，但市场跌幅如此之深、跳水如此之快超出预期，投资者信心受到打击。市场开始抛空周期性行业，有色、钢铁、房地产等行业估值重挫，消费、TMT和医药等行业成为避风港而估值处在相对高位。市场已经给出了行业配置的方案，如果基本面没有变化，这种防守行策略不变
- 投资思路：**下半年防御性投资思路是利润分化、需求刚性、战略导向、规避周期。利润分化——集中于生产资料生产部门和成本转嫁能力强的公司。需求刚性——集中于需求刚性消费行业。需求刚性类产业主要包括生存必需品和品牌依赖商品，我们在消费行业配置方面是哑铃型配置，即重配两端，低配中间；此外，随着通胀的减缓，国家逐步实施资源价格改革将有利于石化和电力，但基于大小非解禁风险暂时需规避石化行业。战略导向——节能减排战略下投资应集中于国家产业战略支持的新能源和环保行业，国家将通过税收杠杆全力支持战略产业的发展；国有资产重组和重新布局战略下，上海和天津是国家区域战略的重点受益地区。规避周期——避免投资景气度急剧下降的行业，尽量投资景气程度下降趋缓或景气见底的行业，如TMT和商业；国家将实施实质上的紧货币松财政政策，通过增加财政支出进行固定资产投资扩张可期，在铁路建设、电网改造和电信设备升级等行业应提前布局，但是以基础设施建设为背景的主题投资并不能够为投资组合带来高额回报。
- 行业配置：**我们的理念是自上而下根据宏观基本面进行行业配置：根据经济周期与行业景气作出的行业配置在熊市中仍然适用；根据行业轮动配置超跌板块在熊市中并非最优策略；规避大小非减持是降低突发性风险的审慎选择。建议减持餐饮和宾馆业、交通运输和交运服务（包括交运设备制造）、纺织服装生产和外贸服务、通

---

用機械（如电机、各类金工机床、轴承齿轮等）；买入铁路建设、酒类、农林牧渔、计算机服务、电信和信息服务业、中药、医疗器械和电力和输变电设备行业。