

2008 年 12 月策略报告

万家基金研发部 李泽祥

- ✚ **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。12 月保持震荡下行中逐渐形成平衡市，以上波小反弹高位为阻力位的熊市特征将不如前期显著，个别时间段内有政策驱动的脉冲式反弹行情，建议保持适中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。适当提高组合中行业集中度，**在稳中求进的节奏下根据政府投资导向侧重配置资产**。整个策略提前定性为防守反攻策略，持相对积极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。
- ✚ **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 12 月出现拐点概率不大；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。
- ✚ **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。从宏观基本面判断，A 股还将维持熊市特征，但已经开始试探进入筑底阶段。从 A 股短期驱动因素判断，熊市中还会因为不断出现超预期的强势政策引发的反弹。
- ✚ **投资思路：** 下半年防御性投资思路是需求刚性、战略导向、规避周期。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。建议低配餐饮和宾馆业、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、通用机械（如电机、各类金工机床、轴承齿轮等）；超配铁路建设、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。