

主题策略报告

转折“信号”还是“噪音”

——不确定世界的投资决策

东方证券
ORIENT SECURITIES

08.12.26—09.1.8, 东方证券研究所分别在北京、上海、深圳举办了3场投资沙龙, 40余位投研总监、基金经理参加了座谈交流。我们在3地沙龙上提出, 经济周期对股票市场带来的系统性风险已基本释放, 在未来一段时期内, 宏观经济不再是投资决策的“信号”而是“噪音”; 环比预期改善和流动性回升两大因素推动下, 09年上半年PE水平向均值回归是大概率事件; 因此, 市场将再次迎来投资机会, 机构投资者可以制定有效的投资策略来获取超额收益; 基于我们的投资逻辑, 基于均值回复的主题轮动策略可能会在09年上半年占优, 而同期价值投资可能难以获得超额收益。

我们的观点

- **宏观经济因素是“信号”还是“噪音”。**宏观经济增长趋势对投资策略的极端重要性体现在市场估值水平偏高, 而经济增长趋势又发生大的逆转的时候, 此时宏观系统性风险是首要风险, 对于机构投资者而言, 除仓位控制外, 所有投资策略都是无效的。但是, 一旦判定经济环比增长的最坏时刻已经过去, 在一段时期内市场的系统性风险则已经基本得到释放, 机构投资者就可制定有效的投资策略。且在目前时点上, 所有判断都是基于诸多假设下进行的, 要较好预测接下来几个季度经济环比增速反弹的幅度和趋势是较为困难的事情, 它对投资策略制定的指导未必有效。
- **判断所处“气候”比判断“天气”更重要。**在当前不确定世界的投资中, 所谓反常现象的出现频率和影响均大幅激增, 增加了决策的难度。但重要的是能够判断出目前所处的气候, 而不是根据每天的天气预报来进行投资。重要的是从不确定性中寻找确定性, 目前来看, 系统性风险释放和流动性回升两大确定性因素推动下的PE均值回归是大概率事件, 09年市场有望在较大程度上回归常态。因此, 从气候判断来看, 目前A股已经熬过了“寒冬”进入了“初春”。
- **不确定性世界的投资。**面对不确定的市场, 投资者拥有一系列的策略选择, 其中的两个极端分别是巴菲特与凯恩斯。如果把传统PE公式换个角度考虑, 可以得到 $P=PE \times E$, 09年上半年市场的投资机遇在于PE的抬升, 下半年则在于E的兑现。时间会改变风险, 风险的本质由时间的范围来塑造。在预期推动主导的PE抬升阶段, 由于市场处于流动性充裕以及“噪音”和“信号”难以甄别的时期, 基于凯恩斯的选美策略——“不去预测在长期之后一项投资的收益, 而仅仅对几个月后根据社会成规用以决定股票的基础加以预测”, 可能在09年上半年胜出, 获得超额收益。在不同的市场阶段特定的策略选择会胜出, 投资者可以有不同的选择。但重要的是, 在市场波动和噪音干扰下, 一定要确立并坚持适合自身特点的策略, 并保持逻辑的一致性。

报告日期

2009年2月9日

王国斌

副总裁

8621-63325888

梁宇峰

股票策略师

8621-63325888 × 6048

liangyufeng@orientsec.com.cn

邓宏光

股票策略师

8621-63325888 × 6058

denghg@orientsec.com.cn

冯玉明

宏观经济首席分析师

8621-63325888 × 6110

fym@orientsec.com.cn

刘俊

股票策略资深分析师

8621-63325888 × 6109

liujundl@163.com

高义

宏观经济高级分析师

8621-63325888 × 6106

gaoyi@orientsec.com.cn

毛楠

股票策略高级分析师

8621-63325888 × 6107

maonan@orientsec.com.cn

王晓李

策略助理

8621-63325888 × 6108

wangxiaoli@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

目录

一、宏观经济	3
1. 经济形势判断——并不乐观	3
2. 下一步经济刺激计划预测——政策较多	4
3. 我们的观点——严冬过去春天漫长.....	5
二、目前时点上宏观经济真的重要吗?	6
1. 与会机构对当前经济与投资策略关系的观点	7
2. 我们对经济与投资策略关系的认识	7
3. 09 年需要关注的其他宏观变量	10
三、不确定世界的投资决策.....	16
1. 与会机构策略观点	16
2. “噪音 VS.信号”，判断“天气”重要还是所处“气候”重要.....	18
3. 在不确定性中寻找确定——均值回复的力量	19
4. 不确定世界的投资策略选择	23

2008年12月26日-2009年1月8日，东方证券研究所分别在北京、上海、深圳举办了3场投资沙龙，40余位投研总监、基金经理参加了座谈交流。国家信息中心常务副主任王长胜，国家统计局原局长邱晓华也分别参加了北京和上海的会议。与会者就09年的宏观经济走向和股票市场策略发表了各自观点。总的来看，当时北京机构的态度较为积极，认为市场具备了一定可操作性；上海和深圳机构的态度则相对谨慎。

我们在三地沙龙上明确提出了经济周期对股票市场带来的系统性风险已经基本释放，在未来的一段时期内，宏观经济可能不再是投资决策的“信号”而是“噪音”；在环比预期改善、流动性回升两大因素的推动下，09年上半年市场的风险溢价率和PE水平向均值回归是大概率事件；因此，市场将会迎来投资机会，机构投资者可以制定有效的投资策略来获取超额收益；并且基于我们的投资逻辑指出，基于均值回复的主题轮动策略可能会在09年上半年占优，而同期价值投资则可能难以获得超额收益。

一、宏观经济

在北京、上海的投资沙龙中，东方证券分别邀请国家信息中心常务副主任王长胜，国家统计局原局长邱晓华对当前宏观经济形势进行了精彩演讲，本部分对两位专家以及部分投资机构主要观点进行了总结，并附上我们对09年宏观经济的判断。

1. 经济形势判断——并不乐观

首先，两位专家分析了当前形势，二者观点都不乐观。王长胜认为，第一，本轮金融危机程度较重，是1929年以来最严重的经济危机，超过97年亚洲金融危机。目前还没有明显论据证明，世界经济已经见底。第二，企业一年时间能否消化库存值得怀疑，产业链条、企业和消费者的信心恢复需要时间。第三，外需萎缩下，即便有汇率、退税等政策的刺激，出口也难有起色。邱晓华认为，到08年11月为止，中国经济的变化曲线和发展态势，可能更多是内部周期性的因素和政策性因素作用的结果，外部的因素只是加剧了变化的程度。但它的影响才刚刚开始，还没有完全反应出来。因此，当前中国经济还不是最坏的时候，因为金融海啸对我们国家的真正影响可能在从现在开始到09年，也许最困难的时期在09年上半年。

其次，两位专家分别对造成08年经济快速下滑的原因进行了分析。王长胜认为，本轮经济下滑既有客观原因，也有主观原因：经济结构不合理，二产占比过大；需求结构不合理，外需占比过大；国内经济调整周期和国际经济周期叠加；雪灾、地震、奥运等特殊因素的影响；经济刺激政策出现一定滞后。邱晓华认为，周期性，政策性，外在性三种力量共同导致08年经济形势发生巨大变化，周期性和政策性这两个内在因素是主要的，外在性的因素是相对次要的。

最后，两位专家对09年以及未来中长期经济形势进行了预测，二者均认为经济的恢复需要较长时间。王长胜认为，从全球经济看，09年就能回暖的观点有点偏乐观。从国内经济看，尽管09年刺激经济的力度远大于98年，但鉴于以往危机后至少2年恢复期的历史经验，没有理由认为这次以低于2年的时间就能爬出低谷。从同比数据看，预计09年GDP一季度增长5.4%，二季度7%多，三季度8%，四季度甚至有可能9%以上到10%，经济会在09年下半年由偏冷转向回暖，全年GDP增速可以达到或者接近8%，跌到3-4%的可能性不大。王长胜同时表示，宏观经济难以准确预测，

只能判断未来发展趋势。现在判断至少 09 年的宏观经济不会是单边下降。王推断 GDP 季度环比数据将在 09 年底 10 年上半年左右到底，2010 年预计全年的季度环比数据比较平均，不会创新低，但目前没有到谷底。

邱晓华认为，从全球经济看，更可能是宽底的 U 形，估计要用 3 年左右时间，恢复到 3-4% 的接近相对景气的状态。美国可能会在 2010 年会初步见到效果，到 2010 年看到更明显的效果。从国内经济看，中国经济可能比发达国家提前 1 年也就是 2 年左右的时间（2010 年左右）回到 9%，甚至高于 9% 这样的轨道上面。从 09 年来看，第一，国家 4 万亿政策有可能激活重化工业的发展速度。第二，房地产方面目前还没有完全看到真正提振这个市场的效果显现，但从政策的走向上来看，房地产回稳的趋势已经展现在我们面前。第三，外需因素方面，有利于出口的政策进行了根本性调整，但 09 年可能比 08 年还要困难。总体来看，这三个因素还处于继续下行的区间，特别是 09 年上半年低谷可能是 7%，甚至更低，或许到第三季度会趋稳（企稳的主要原因在于刺激政策的效果到 09 年下半年才会真正表现出来），第四季度会略有反弹。全年可能在 7% 以上，8% 左右。对中长期中国经济，邱晓华认为，中国三十年改革过程中，已经解决了生产的问题，目前的问题在于没有建立与生产相适应的国内市场，短期内这个问题还无法解决，因此它还将继续成为影响 09 年和今后一段时期中国经济发展的主要制约因素，扩大内需的政策效应还会打折，难以完全达到政府预期的效果。

邱晓华对外贸形势较为乐观。他认为这几年我国出口市场多元化趋势较为明显，新兴市场有了较大发展，因此尽管 09 年全世界国际贸易将绝对收缩，但中国可能仍将维持外贸的增长，不会出现绝对的收缩。中国具备劳动力素质的优势和完整产业体系的优势，只要自身不采取限制措施，中国还是具有相当优势。

另外，两位专家均对未来的通胀有一定担忧。王长胜认为当前所有的刺激政策都将是未来通胀的导火线。邱晓华认为由于资源有限和用途的扩展，导致当前资源价格走低的基础并不稳固，资源型拉动物价上涨的因素还没有根本消除。目前的资源低价格是中国的重要机遇。对库存消化，王长胜认为 09 年中后期才能基本完成。

从机构观点来看，多数机构都表示对目前的宏观经济还看不太清楚。部分机构表示，09 年上半年相对下半年可能更不确定，下半年对同比指标、流动性、整个经济的判断会更加清晰。但基本上机构均认为中国经济比国外更差的概率很小，同时也认可 09 年流动性将逐渐得到缓解。

2. 下一步经济刺激计划预测——政策较多

王长胜谈到了对部分经济刺激计划的预测。他认为，政府将继续出台新的刺激政策，并且落实细化已有的政策，稳住外需、加大消费、扩大投资。目前国务院正在讨论是否加大刺激消费，扩大内需政策的力度，比如买车、买房抵税的政策已被提上议事日程。

从投资看，第一，投资方向上，政府的投资重点还是民生、环保等方面，如农民民生问题，环保、重大基础设施建设，未来 2 年围绕保就业加大力度，保增长就是保就业，国内需求还应该是扩大富人消费，保障穷人就业。过去喊停的项目还是不可避免会重新开始一部分，中央的资金划拨到各地地方后，地方优先发展的依然还是各地方的支柱产业。第二，资金来源上，在政府收入大量减少，支出又下不来的情况下，只能选择发行国债或者增加赤字，王判断政府的选择多半是增加赤字。第三，投资作用看，王认为 6000 亿投资的作用发挥只是在 09 年，2010 年反而有可能低于 09 年的

增速。若政策执行动作快，投资快速到位经济可以好起来。估计此次政策到位应比 98 年快，09 年的经济形势应该比 98 年时好一点。

从货币政策看，王认为 M2 增速达到 17% 更像是政治口号，目的是稳定人们预期，同时给市场以流动性充裕的预期。但流动性的充裕取决于银行是否愿意主动积极的放贷，流动性问题决定 09 年股市的涨跌，如果银行主动积极放贷，银行 09 年坏账肯定增加。

另外，国家正在部署资源价格改革的一系列措施，燃油税以及定价机制马上要颁布，其他水、电、天然气等资源价格的改革也将陆续出台。邱晓华也认为，更多依靠市场来配置资源，以及进一步理顺价格关系，才能有效的促进产业升级，企业才能在 09 年年底有所好转。

机构对政府政策的预测观点各异。例如，部分机构认为，政府政策的重点是保就业，拉动内需，会出台有利于汽车、房地产行业，以及解决农村人口回流问题的政策，政府政策出台的顺序可能是投资（如基础设施产业）、内需（房地产、汽车）、股市。部分机构认为，城市化进程中，政府政策的选择往往不明朗。政府更重要的政策应该是转变经济发展模式，而不是产业振兴计划，而目前政府的政策思路更多的是数量的调整而不是结构的调整。

3. 我们的观点——严冬过去春天漫长

从环比数据看，08 年四季度是经济增长最坏的时刻。我们判断，08 年四季度 GDP 环比折年率已经出现较大负增长，因为当季的工业增加值在剔除季节因素后环比负增长 1.7%，这种环比负增长的局面在 09 年一季度将会改变。这主要是因为：首先，造成 08 年下半年经济迅速下滑的重要原因之一的社会库存削减目前可能已接近尾声。我们的估计结果显示，到 08 年年底，当年存货增加占 GDP 的比重将只有 0.9%，处于近 20 年来的最低水平，存货进一步下降的空间已很有限；而在过去一个多月里大宗生产资料价格的启稳也表明平均的库存削减压力也已明显改善。其次，四季度也将是中国外部需求增长相对较差的时候，因为四季度欧美经济衰退的幅度进一步明显加深，但 09 年二季度以后情形会有所好转。再次，政府的大规模投资计划的效应有望在 09 年一季度开始明显显现，而 08 年后两个月份的投资数据似乎也表明了这一点。GDP 同比增速一二季度也许会继续下滑，但幅度将有限。

09 年经济增长速度在 8% 左右。从三大需求在 09 年的变化趋势看，我们预期，消费需求增速及其对经济增长的贡献将下降；城镇固定资产投资实际增速可能回落至 10%，比 08 年低 7 个百分点左右，不过，由于 09 年存货对经济增长的贡献不会再为负，09 年整个资本形成对经济增长的贡献将高于 08 年；出口增速在全球经济大幅放缓的影响下也将放缓至 2%，但进口增速也会下滑至 -5%，实际贸易顺差将增长 19%，净出口对经济增长的贡献会低于 08 年。

中长期经济增长稳中趋降。对于 2010 年及其后的经济增长，我们预期将呈现稳中趋降的局面，主要理由有如下三点：一是政府投资对经济增长的拉动作用在 2010 年以后将减弱。二是从工业化进程演化的角度看，中国经济发展最快的阶段已经过去。三是从技术进步的角度看，中国过去那种靠吸收外来技术提高劳动生产率的增长模式已走过高峰期，未来的增长将主要依靠自主创新，而自主创新将是一个长期、渐进的过程。正是由于后两个因素的影响，使得 2010 年后的经济运行不会像 2000 年以后的经济那样重新步入一个明显的景气周期，更可能的情形是总体平稳中略有下滑；其中，如果有小的景气周期的话可能要依赖于房地产市场的反转。

通缩可能没有预期严重，潜在通胀将逐步显现。我们认为，受翘尾因素和环比变化的影响，CPI 可能在 7 月见底；国际大宗商品影响下，PPI 可能在 3 月见底；二者都将经历见底回升过程，预计全年 CPI 为 1-2%，PPI 为 -1.3%。我们并不否认通缩的可能性，但认为本轮通缩可能没有预期严重，特别是 PPI 可能更多表现为基数原因下的“数字型通缩”。基于全球经济转暖、存货调整结束、流动性复苏、美元走弱及环比数据假设等对物价的影响，我们认为潜在通胀可能在 09 年四季度逐步显现。汇率方面，我们认为，随着去杠杆化和避险情绪的渐退，美元将重回贬值通道，而人民币将盯住美元维持基本稳定。

总体而言，我们认为，08 年四季度是本轮经济的“严冬”，目前来看，这个严冬即将过去，经济将迎来反弹的“春天”，但要恢复到过去的高增长，可能需要较长时间，就像人大病以后需要康复很长一段时间一样，完成一轮经济周期的调整也需要很长一段时间。

表 1-1：08 和 09 年经济增长预测
单位：%

	2006	2007	2008	2009F
社会消费品零售额实际增长	12.5	12.4	14.7	12.3
最终消费实际增长	8.7	9.3	10.2	8.5
消费对 GDP 增长的贡献	4.5	4.7	5.1	4.3
城镇固定资产投资实际增长	22.3	20.7	17.0	10.0
资本形成增长	11.9	11.8	6.3	7.4
资本形成对 GDP 增长的贡献	4.9	4.9	2.7	2.9
贸易顺差的实际增长	75.4	44.2	30.6	19.0
净出口对 GDP 增长的贡献	2.2	2.3	1.2	0.8
GDP 增速	11.6	11.9	9.0	8.0

资料来源：CEIC, 东方证券研究所

二、目前时点上宏观经济真的重要吗？

2008 年对每个投资者都有一个切肤的感受是，宏观经济的预见性对于投资决策是何等的重要，这使得现在人人都成为了宏观经济学家。同时，正因为我们这代人对于经济危机都没有过亲历的感受，所以对宏观经济的分析、观点和预测更表现出渴求，宏观经济在投资者的投资决策系统中占据了极大的权重。但是，在 09 年或者说目前时点上，宏观经济走势是否依然会左右市场走势呢？从与会机构代表的发言看，不同的声音已经出现。

我们在沙龙上明确提出，当经济环比增长最坏的时刻已经过去之后，市场的系统性风险已经基本得到释放。再考虑到市场对 09 年经济增长环境的预期以及流动性的改善，宏观经济带来的系统性风险不应再成为短期内投资策略制定的核心问题。

1. 与会机构对当前经济与投资策略关系的观点

在我们有较完整记录的 24 家与会基金机构代表（由于负责记录的人员同时还承担接待工作，一些发言人的观点可能没有被记录）的发言和交流中，有 15 家的发言讨论了宏观经济未来的走势问题。其中，有 8 家机构代表的发言表明，他们认为未来宏观经济走势对投资策略依然非常重要。在这 8 家机构中，有 3 家认为由于经济前景仍不容乐观，因此 09 年市场并不存在投资机会；另外 5 家之所以关注宏观经济增长，主要是认为宏观经济反弹的幅度会影响市场反弹的高度，以及关系到行业配置的选择，总体上，他们都认为 09 年市场至少存在结构性投资机会。不过，也有另外 4 家机构明确表示，09 年的投资策略不应太关注宏观经济的总体增长，因为市场机会是结构性的。

表 2-1：与会机构关于宏观经济与投资策略关系的观点——统计描述

发言人总数（人）	24
发言中讨论宏观经济走势的人数（人）	15
占比（%）	62.5
认为宏观经济走势对投资策略很重要的人数（人）	8
占比（%）	33.3
明确提出宏观经济走势对投资策略不很重要的人数（人）	4
占比（%）	16.7

资料来源：东方证券研究所

而从分地域的情况看，北京的机构投资者在制定投资策略时对宏观经济的考虑相对乐观，表 2-1 中明确提出宏观经济走势对投资策略不重要的 4 家机构中，有 3 家来自北京；北京机构中有 3 家认为宏观经济走势对投资策略很重要，但也主要是想通过经济走势选择行业配置。相对于北京的机构，上海和深圳的机构在制定投资策略时则更多考虑宏观经济走势的影响。

2. 我们对经济与投资策略关系的认识

对于经济运行趋势与投资策略的关系，我们在沙龙上提出了如下三点看法：

一是宏观经济增长趋势对投资策略的极端重要性体现在市场估值水平偏高，而经济增长趋势又发生大的逆转的时候，这时市场存在比较大的系统性风险，对于机构投资者而言，除仓位控制外，所有投资策略都是无效的。但是，一旦判定经济环比增长的最坏时刻已经过去，市场的系统性风险已经基本释放，市场就会迎来投资机会，机构投资者也就可以制定有效的投资策略，而且短期内的投资策略也不必囿于经济环比增速能有多高，因为只要经济环比增长改善，市场就一定会有机会。例如，美国自 1953 年以来有过 9 次衰退，在由衰退转扩张的经济周期更替中，市场一般都领先于经济见底，在领先阶段市场的上涨幅度平均为 26.9%，而在经济进入扩张阶段后，至少在初期，市场也有明显上涨。国内市场最近几个月的表现，也反映出类似特征。

图 2-1 美国 01 年 11 月经济周期中指数与 GDP 环比增速拐点同步反映

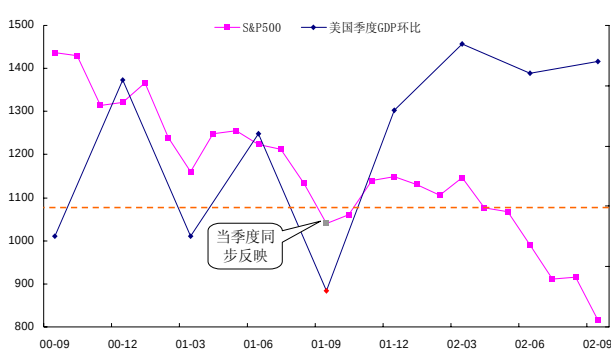


图 2-2 美国 91 年 3 月经济周期中指数提前于 GDP 环比增速拐点 1 个季度反映

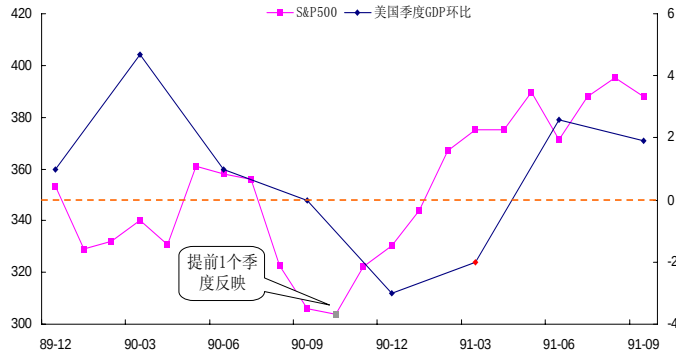


图 2-3 美国 82 年 11 月经济周期中指数提前于 GDP 环比增速拐点 2 个季度反映

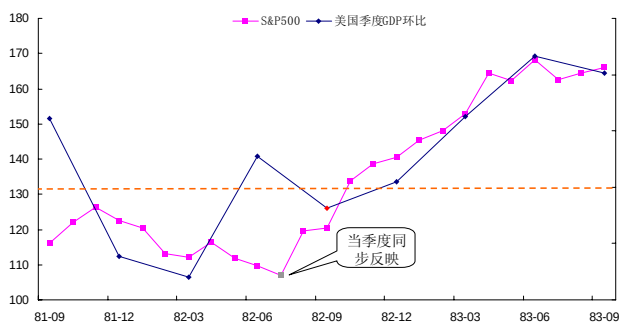


图 2-4 美国 80 年 7 月经济周期中指数与 GDP 环比增速拐点同步反映

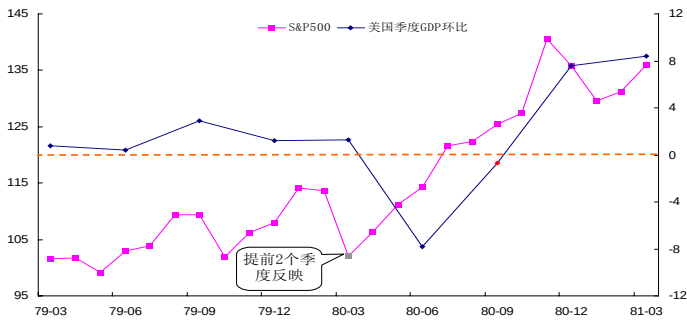


图 2-5 美国 75 年 3 月经济周期中指数提前于 GDP 环比增速拐点 2 个季度反映

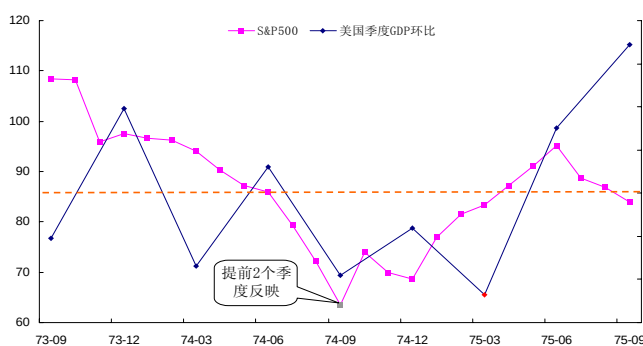


图 2-6 美国 70 年 11 月经济周期中指数延后于 GDP 环比增速拐点 1 个季度反映

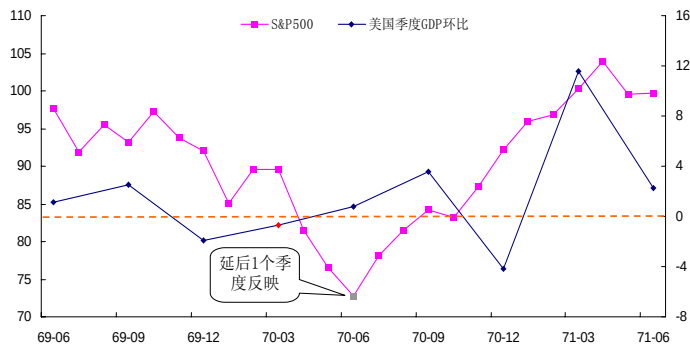
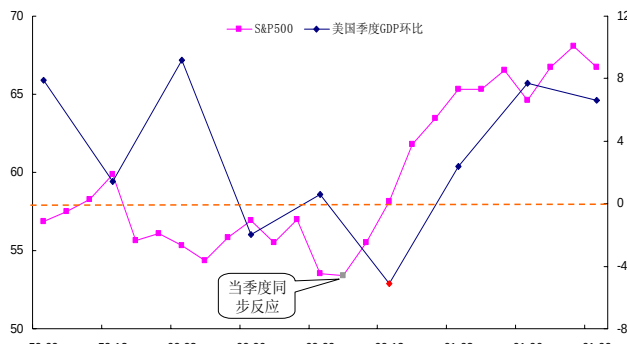


图 2-7 美国 61 年 2 月经济周期中指数与 GDP 环比增速拐点同步反映



资料来源：BLOOMBERG，CEIC，东方证券研究所

图 2-8 美国 58 年 4 月经济周期中指数提前于 GDP 环比增速拐点 1 个季度反映

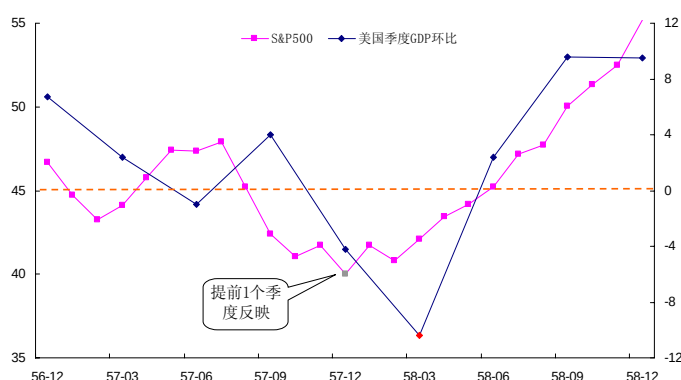
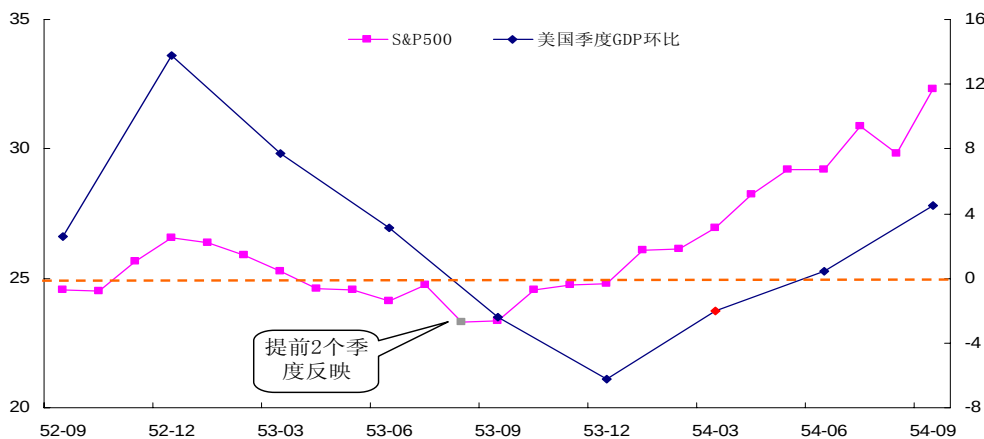


图 2-9 美国 54 年 5 月经济周期中指数提前于 GDP 环比增速拐点 2 个季度反映



资料来源：BLOOMBERG，CEIC，东方证券研究所

二是从稍长一点的时间看，宏观经济走势依然很重要，因为经济增长速度的高低会影响到总体市场反弹的速度及运行趋势。不过，在目前时点上，要比较好的预测接下来几个季度经济环比增速反弹的幅度和趋势是比较困难的事情，目前所有判断都是基于诸多假设下进行的，它对投资策略制定的指导未必有效。

基于上述两点以及我们认为经济增长最坏时刻已经过去的判断，我们认为，至少在短期内，宏观经济带来的系统性风险已经基本释放，对宏观经济的担忧不再是市场主要的制约因素，因此经济预测不应该成为制定投资策略的核心问题。

表 2-2：与会机构关于市场机会的观点——统计描述

发言人总数（人）	24
发言中讨论市场机会的人数（人）	17
占比（%）	70.8
认为有结构性机会的人数（人）	12
占比（%）	50.0
认为基本没有机会的人数（人）	4
占比（%）	16.7

资料来源：东方证券研究所

3. 09 年需要关注的其他宏观变量

关于流动性，近 40% 的与会机构认为 09 年的流动性会很充裕，并一致认为流动性会对市场运行趋势起到支撑作用。

我们在沙龙上提出，除经济增长外，09 年的投资策略还需要关注两个宏观经济变量，一是流动性，二是政策预期。关于流动性对市场的影响，我们的分析框架是，分别以流动性和企业盈利作为 X 和 Y 轴，把市场阶段分为 4 个象限。

图 2-10：投资四象限模型


资料来源：东方证券研究所整理

从我国的历史经验来看,流动性与A股市场的走势存在较强的相关性。在1997年、2001年和2007年A股市场见顶前的1-6个月,M1同比增长指标都提前见顶,且其后的走势与A股走势十分吻合。

对美国股票市场1960年以来的历史数据进行了详细分析后,我们发现,在多数时间内流动性对市场走势产生了较大的影响作用。在四象限图中,M1上升阶段的I、IV象限中指数的年化收益率分别11.26%和18.37%,也就是说流动性胜出;而在EPS增速上升而M1下降的II象限内股指的年化收益率为-5.04%。

我们尤其对III、IV象限的情况感兴趣,统计的结论非常有意思。第IV象限的收益率居然超过了第I象限,更加难以解释的是,流动性和企业业绩双下降的第III象限的收益居然也是正的。我们用放大镜对这两个象限的情况进行了详细分析。

图 2-11：美国 1960 年来 49 年经济周期中流动性、企业盈利与股票市场的 4 象限关系

EPS 增速

序号	时间段			M1 增速		EPS 增速		PE		SPX	
	起始	结束	月数	起始	结束	起始	结束	起始	结束	涨幅	年化收益
1	Feb-73	Feb-74	13	9.1	5.1	10.44%	31.18%	19.26	12.16	-17.07%	-15.76%
2	Oct-78	Oct-79	13	8.2	7.8	5.74%	32.53%	9.27	7.44	-0.70%	-0.65%
3	May-81	Aug-82	16	11.5	5.6	-4.32%	18.72%	9.09	7.33	-10.01%	-7.51%
4	Aug-83	Oct-84	15	13.6	4.8	-22.94%	32.95%	13.45	10.14	2.17%	1.74%
5	Mar-87	Sep-88	19	17.0	4.7	-6.42%	52.23%	18.94	12.38	-4.32%	-2.73%
6	Dec-92	Jun-95	32	14.5	-0.1	1.40%	44.55%	24.44	16.53	26.29%	9.86%
7	May-99	Mar-00	11	2.4	1.0	-8.50%	28.18%	35.42	29.91	12.24%	13.35%
8	Jan-02	Sep-02	9	8.7	-0.7	-63.17%	3.05%	35.83	34.22	-28.99%	-38.65%
平均值										-2.55%	-5.04%

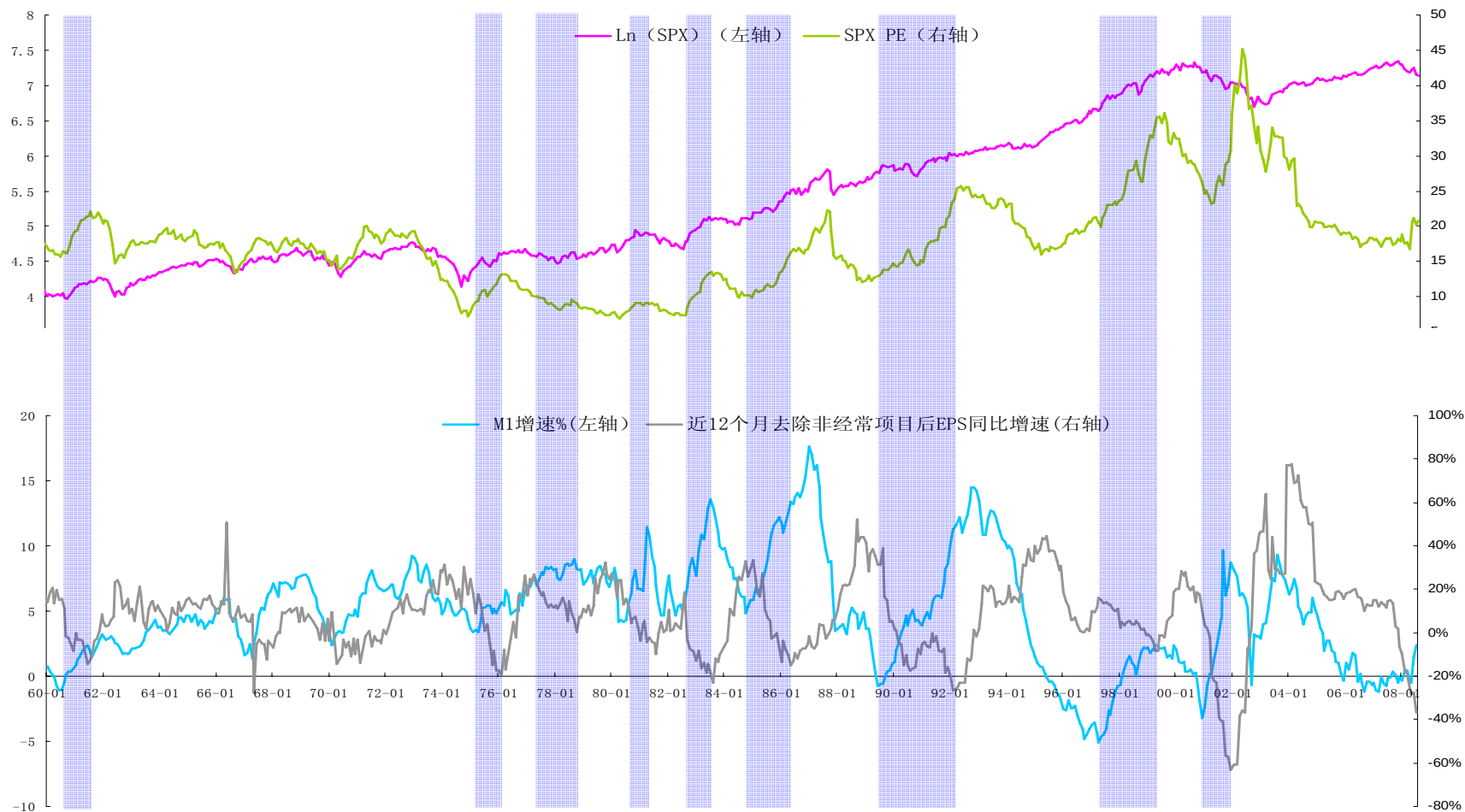
序号	时间段			M1 增速		EPS 增速		PE		SPX	
	起始	结束	月数	起始	结束	起始	结束	起始	结束	涨幅	年化收益
1	Jul-61	May-66	59	2.4	5.9	-14.65%	50.65%	21.32	16.68	33.25%	6.76%
2	Jun-67	Jan-69	20	2.6	7.7	-27.47%	11.53%	17.56	17.61	15.64%	9.38%
3	May-70	Jan-73	33	3.3	9.1	-14.22%	10.44%	15.85	19.26	42.33%	15.39%
4	Mar-76	Apr-77	14	5.7	7.6	-19.34%	27.00%	13.21	10.01	-1.27%	-1.09%
5	Jun-86	Feb-87	9	13.4	17.0	-14.86%	-6.42%	16.33	18.94	14.90%	19.86%
6	Mar-92	Nov-92	9	11.3	14.5	-26.42%	1.40%	23.83	24.44	4.52%	6.03%
7	Oct-02	May-04	20	-0.7	5.3	3.05%	72.52%	34.22	22.69	37.46%	22.48%
平均值										20.97%	11.26%

M1 增速

序号	时间段			M1 增速		EPS 增速		PE		SPX	
	起始	结束	月数	起始	结束	起始	结束	起始	结束	涨幅	年化收益
1	Jun-66	May-67	12	5.9	2.6	50.65%	-27.47%	16.68	17.56	3.43%	3.43%
2	Feb-69	Apr-70	15	7.7	3.3	11.53%	-14.22%	17.61	15.85	-20.86%	-16.69%
3	Mar-74	Feb-75	12	5.1	3.4	31.18%	18.33%	12.16	8.71	-15.20%	-15.20%
4	Nov-79	Apr-80	6	7.8	4.1	32.53%	24.35%	7.44	6.96	4.39%	8.78%
5	Oct-88	Jun-89	9	4.7	-0.7	52.23%	31.58%	12.38	13.01	16.94%	22.59%
6	Jul-95	Oct-96	16	-0.1	-4.8	44.55%	0.22%	16.53	20.07	29.47%	22.10%
7	Apr-00	Dec-00	9	1.0	-3.2	28.18%	9.87%	29.91	24.67	-11.90%	-15.86%
8	Jun-04	Sep-06	28	5.3	-1.2	72.52%	9.88%	22.69	17.68	19.20%	8.23%
平均值										3.18%	2.17%

序号	时间段			M1 增速		EPS 增速		PE		SPX	
	起始	结束	月数	起始	结束	起始	结束	起始	结束	涨幅	年化收益
1	Jul-60	Jun-61	12	-1.1	2.4	15.26%	-14.65%	16.04	21.32	13.56%	13.56%
2	Mar-75	Feb-76	12	3.4	5.7	18.33%	-19.34%	8.71	13.21	22.21%	22.21%
3	May-77	Sep-78	17	7.6	9.0	27.00%	5.30%	10.01	9.27	4.16%	2.94%
4	May-80	Apr-81	12	4.1	11.5	24.35%	-4.32%	6.96	9.09	24.95%	24.95%
5	Sep-82	Jul-83	11	5.6	13.6	18.72%	-18.57%	7.33	13.45	36.02%	39.30%
6	Nov-84	May-86	19	4.8	13.4	32.95%	-14.86%	10.14	16.33	48.93%	30.90%
7	Jul-89	Feb-92	32	-0.7	11.3	31.58%	-26.42%	13.01	23.83	29.79%	11.17%
8	May-97	Apr-99	24	-5.1	2.4	16.09%	-8.50%	19.89	35.42	66.62%	33.31%
9	Jan-01	Dec-01	12	-3.2	8.7	9.87%	-63.17%	24.67	35.83	-13.04%	-13.04%
平均值										25.91%	18.37%

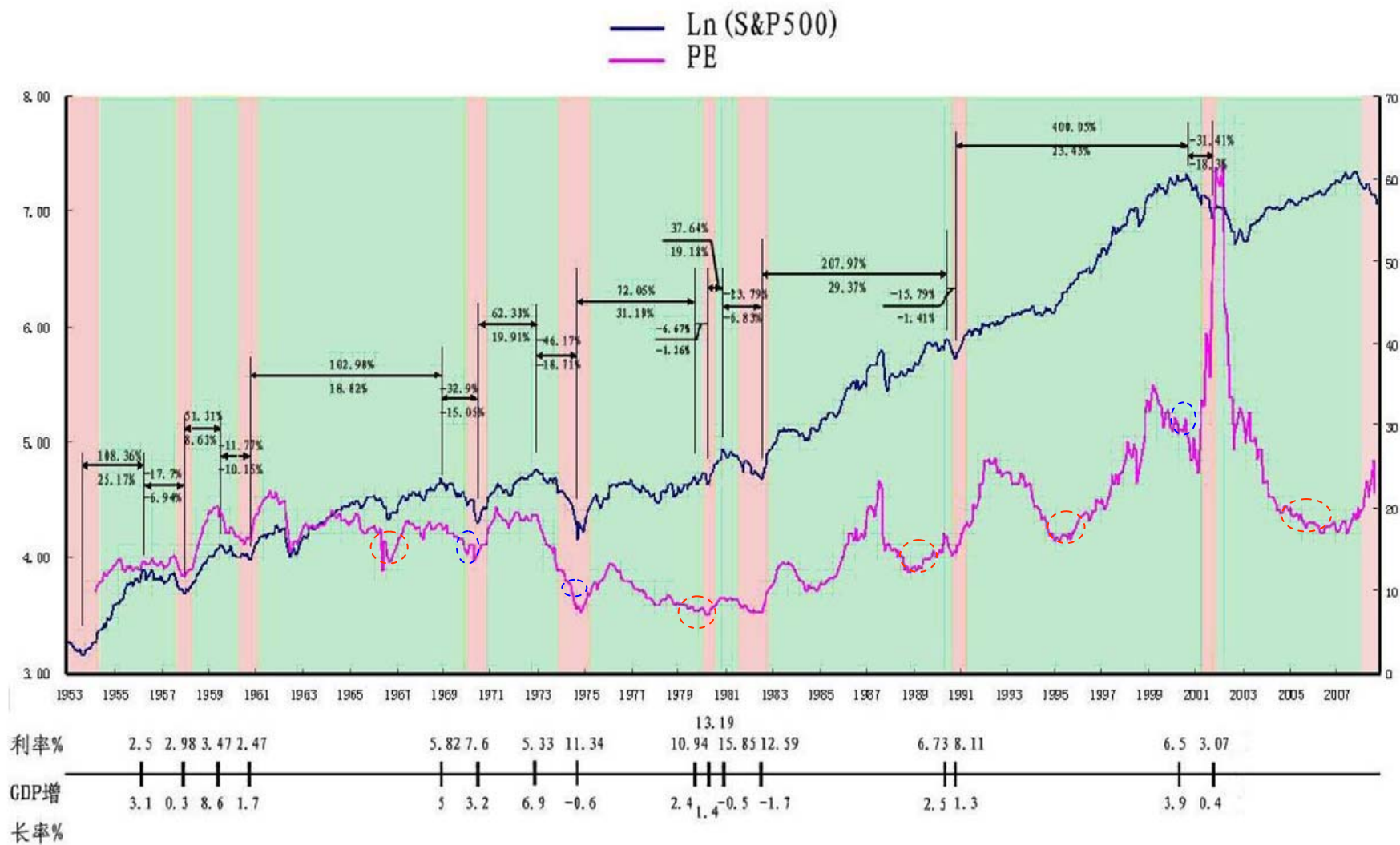
图 2-12：美国第 IV 象限投资再观察



资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

注：图中阴影部分为流动性上升与 EPS 下降同时发生的交集

图 2-13：美国第 III 象限投资再观察



资料来源：BLOOMBERG，CEIC，东方证券研究所

注：背景色的变化表示经济周期的轮替，浅绿色表示经济处于扩张期，粉红色表示经济处于衰退期。

在 III 象限对应的 8 个时间段中，对应了 7 个重要的历史估值底部。其后指数都出现了明显的恢复性上涨，唯一的例外是互联网泡沫破灭的 01 年。此外，在 III 象限的 8 个时段之后，有 6 次演变到了 IV 象限，2 次演变到了 I 象限，即流动性周期相对领先于业绩周期见底。

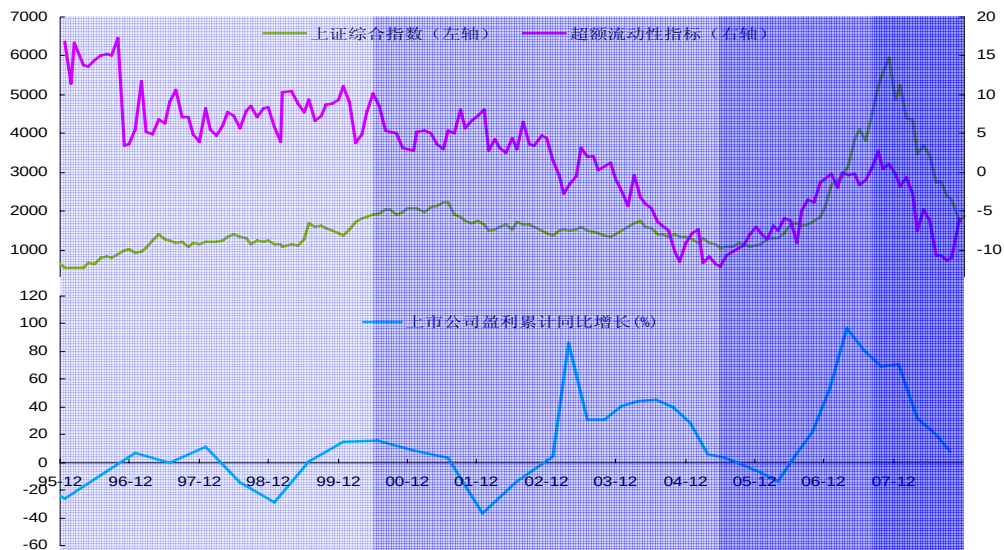
也就是说，第 III 象限情况的发生都形成了重要的历史估值底部区域，否极泰来，其后随着流动性的改善（6 次）和业绩的回升（2 次），市场都出现了明显的恢复性上涨。而且，其后投资者给与股票市场更高的估值水平。

由于中国数据样本期限较短，我们根据 96 年以来超额流动性的变化将市场分成 4 个大的阶段，以分析超额流动性、EPS 与上证指数之间的对应关系。可以发现，在超额流动性维持较高水平的 96Q1-00Q2 市场大幅走高 347.22%，其中 EPS 增速上升时，指数录得较大正收益，EPS 增速下降时，指数进行了小幅调整；在超额流动性下降的 00Q3-05Q1，无论 EPS 增速是上升还是下降，指数均为下跌；在超额流动性再度显著回升的 05Q2 和 07Q3，无论 EPS 如何变化，市场连续上涨；07Q4 以来，“超额流动性下降+EPS 增速下滑”导致指数大幅下滑。可见，流动性对 A 股市场的走势产生了极其重要的影响，与海外成熟市场相比，A 股体现出了更为明显的流动性驱动特征。

表 2-3：上证 A 股、企业盈利、超额流动性的 4 象限分析

阶段	时间段			特征	EPS 增速(%)		上证指数			
	起始	结束	季度数		起始	结束	起始	结束	涨幅	年化收益
第一阶段	96Q1	00Q2	18	超额流动性充裕 且基本保持不变						
1	96Q1	97Q4	8	EPS 增速上升	-26.12%	11.69%	555.29	1194.1	115.04%	57.52%
2	98Q1	98Q4	4	EPS 增速下降	11.69%	-28.53%	1194.1	1146.7	-3.97%	-3.97%
3	99Q1	00Q2	6	EPS 增速上升	-28.53%	15.33%	1146.7	1928.11	68.14%	45.43%
平均									59.74%	32.99%
第二阶段	00Q3	05Q1	19	超额流动性下降						
1	00Q3	01Q4	6	EPS 增速下降	15.33%	-37.10%	1928.11	1645.97	-14.63%	-9.76%
2	02Q1	03Q1	5	EPS 增速上升	-37.10%	85.90%	1645.97	1510.58	-8.23%	-6.58%
3	03Q2	05Q1	8	EPS 增速下降	85.90%	6.00%	1510.58	1181.24	-21.80%	-10.90%
平均									-14.89%	-9.08%
第三阶段	05Q2	07Q3	10	超额流动性上升						
1	05Q2	06Q1	4	EPS 增速下降	6.00%	-13.79%	1181.24	1298.3	9.91%	9.91%
2	06Q2	07Q1	4	EPS 增速上升	-13.79%	96.77%	1298.3	3183.98	145.24%	145.24%
3	07Q2	07Q3	2	EPS 增速下降	96.77%	69.57%	3183.98	5552.3	74.38%	148.76%
平均									76.51%	101.31%
第四阶段				超额流动性下降						
1	07Q4	08Q3	4	EPS 增速下降	69.57%	7.83%	5552.3	2293.78	-58.69%	-58.69%

资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

图 2-14：上证 A 股、企业盈利、超额流动性


资料来源：BLOOMBERG，CEIC，东方证券研究所

对于政府政策，我们较为认同与会的两家机构的观点，即在目前情形下，政府要实现“保八”的政策目标仍然存在很大困难，因此，政策的重点是保就业，拉动内需，未来仍会有新的经济刺激政策不断出台，投资者应站在政府的角度思考问题，以政府的思路判断未来政府会采取哪些措施来应对危机，并发掘其中的投资机会。

三、不确定世界的投资决策

对于 09 年 A 股市场的投资策略观点，与会各方呈现了明显的差异性。我们在沙龙上提出了在目前时段，投资决策者不要死抠经济预测，判断“气候更替”比判断“天气变化”更重要；在不确定性中寻找确定，基于目前系统性风险已充分释放和流动性推动的两大基础，PE 向均值水平回归将是大概率事件，09 上半年市场的投资机遇在于 PE 的抬升；面对已然具备了一定可操作性的市场，投资者拥有一系列的策略选择，其中的两个极端分别是巴菲特与凯恩斯。

1. 与会机构策略观点

对于 09 年的股票投资策略，与会者就市场趋势、公司业绩、估值、流动性和存在的投资机会进行了充分交流。

1) 市场趋势

机构投资者普遍认为 09 年 A 股市场将很难出现趋势性的上涨。主要理由有以下两点。第一，宏观经济和上市公司基本面在短期之内难以出现方向性转变。第二，从 A 股市场的历史走势看，从 1978 年到 2007 年所经历的 3 次周期看，每次都是牛短熊长，所以目前市场调整时间不够充分。其中一部分机构投资者认为 09 年市场走势将可能是一个长宽体 U 型调整过程，09 年下半年相比上半年

更为乐观，政策刺激作用显现、流动性充裕，市场将开始复苏。另一部分机构投资者认为 09 年市场将是一个箱体震荡走势，由于整体基本面短期内难以向好，加上大小非的压力，市场上涨难以持续，而由于政府的向上支持，同时由于流动性支撑，市场下行的空间也较为有限。

2) 上市公司业绩

对 09 年上市公司的业绩预期，机构投资者存在一定的分歧。持乐观态度的机构投资者认为一方面政府仍有较大的政策调控空间，针对各行业的经济刺激计划将会进一步细化，这将会改善市场对于相关行业上市公司业绩下滑的预期。而明年政策的重点是保就业，拉动内需，后续针对汽车、房地产等行业的政策值得期待。另一方面，金融危机导致了上游资源品价格的大幅下跌，这又为中国创造了一段可贵的发展期。持谨慎观点的机构投资者认为在金融海啸的冲击下，中国经济由于对外依存度比较高，经济的恢复仍需时日，上市公司的业绩增长出现趋势性转变需要时间。在目前的环境下判断未来宏观经济的走势以及上市公司业绩的走势比较困难，目前不确定性仍是主基调，08 年年报和 09 年一季报将会为市场提供更为细致的线索。

3) 估值

对于估值，大部分投资者认为经过 08 年的大幅下跌，市场已经基本消化了对于未来悲观的预期，从纵向角度看，目前市场估值已经提供了一定的安全边际。如果上市公司长期基本面没有出问题，目前 A 股市场 2 倍左右的 PB 水平较之前 6 倍左右的 PB 水平便宜很多，股票作为大类资产，相比较债券和现金已是不错的长期投资品种。伴随着宏观流动性的日益充裕，估值存在向上的空间。不过也有一部分机构投资者指出目前市场的估值存在结构性的分化，中小市值的公司目前仍有一部分估值偏高，估值存在大幅调整的可能性。而 2009 年非流通股和经济基本面的不确定性将限制估值向上的空间。

4) 流动性

如前所述，近 40% 的与会机构认为，伴随央行制定的 M2 高达 17% 的增速目标，以及政府大规模的投资刺激计划，流动性必然经历一个方向性的转变，09 年的流动性会很充裕，而资金流向股市的可能性最大，流动性的充裕对于市场的走势将产生正面的影响。

5) 投资机会

如表 2-2 所述，50% 的与会机构认为 09 年 A 股市场的结构性机会将层出不穷。其理由包括：政策面是往上走的，流动性可以支撑市场，而且估值风险也得到了较大控制。中小市值的股票由于和宏观经济的相关性相对比较小，这些都成为结构性机会出现创造了基础，

机构投资者对于把握结构性投资机会主要有以下几条思路：

第一，部分机构投资者强调应通过政府刺激计划挖掘投资机会，09 年上半年随着政策刺激效果显现和外围市场的稳定，抓紧增长确定的上市公司。09 年市场整体 PE 是上升的，增长确定性强的，PE 在 10-12 倍之间的个股，可带来 50% 以上的收益。

第二，本次经济调整涉及经济增长方式的转变，因此要更多的关注创新型的企业，包括新能源，科技，管理等企业，选股要有新的思路和突破。看经济增速没有意义，必须把眼光放长远，要看到经济结构往哪调，再倒推出现在应该持有有什么样的股票，并长期持有。

第三，在 A 股市场估值大幅降低的背景下，09 年市场中并购、重组的话题将会成为投资热点。

2. “噪音 VS. 信号”，判断“天气”重要还是所处“气候”重要

在巴菲特的投资策略中，把市场的各种波动都看成是市场噪音造成的。他认为很多情形中，正确的做法是让噪音渐渐弱去，即将噪音当作暂时的可恢复正常的偏离、偏差来对待。但在某些重要情形中，正确的反应却是将噪音解读为包含信号，即噪音表明：在某些市场部分，支配绝对价格和相对价格的参数已发生实质性的变化。正确对待噪音的态度是抵制最初的诱惑，不要简单地因不屑于思考噪音而忽视了噪音。

从投资哲学上来看，这涉及到经济预测对投资决策的指导意义，这里面包含了：经济的可预测性，以及经济预测和投资决策的相关性。经济预测对投资决策的指导性暗含的理论是如果我们能够准确预测经济趋势或走向，那么我们可以做出正确的投资决策，而正确的投资决策可以取得满意的收益或者说取得满意的排名。

但是，由于全球化带来的摩擦以及金融动荡加剧等因素使得所谓反常现象的“噪音”出现频率越来越高、影响越来越大，投资者越来越难以从这些所谓的“噪音”中辨识出其中蕴含的真正信号。互联网和信息爆炸进一步放大了噪音的影响，大多数人只能要么忽视噪音的存在，要么受噪音的驱使在剧烈变化的市场中无所适从。尤其是在全球金融危机爆发的大背景下，一系列反常现象对市场波动产生了重要的影响，影响全球经济和金融形势的因素出现了深刻但只有极少数人能够理解的变化（索罗斯也许算一个），对于绝大多数投资者来说要甄别这一系列反常现象究竟是“噪音”还是“信号”显然难以做到。

我们在沙龙上对此的总结是，在目前宏观分歧显著、市场巨幅波动、各种噪音不断的背景下，判断所处“气候”显然比判断“天气”更重要。理想的情况当然是能够辨识出目前所处的季节而制定相应的投资策略，而不是根据每天的天气预报来进行投资。不是我们不应该关心宏观经济，而是要搞清楚目前宏观经济给出的表征是“噪音”还是“信号”。如果是“噪音”那么对股市而言就不是系统风险；如果是“信号”那么就是系统性风险。也就是说，作为投资决策者不要死抠经济预测，判断气候变化比判断天气变化更有价值。在目前阶段，对于投资决策有实际意义的是判断目前是否最坏的情况已经过去，如果最坏的已经过去，那么系统性风险基本不存在了。A股市场目前的气候已经度过了“严冬”，进入了“初春”，虽然这个春天会比较漫长，但市场依然具备了可操作性。

对于A股市场来说，06、07年的暴涨和08年的暴跌可以看作是“黑天鹅”的频繁出现的年代，是小概率事件，投资者面对市场过多的反常现象，大多已无所适从。09年市场有望在较大程度上回归常态，投资者应该及时调整策略，不应再沉浸在对07、08年历史的回忆之中，而是积极寻求新的思路，更好的适应新的市场变化。

3. 在不确定性中寻找确定——均值回复的力量

从长期角度看，风险溢价率一定会恢复正常水平，伴随此过程的是估值水平向均值回归。我们需要牢记的是它像钟摆一样总会摆动到均值的位置，市场回归均值在所有时期都至关重要。巴菲特的投资哲学是在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪。从这个角度来看，风险溢价的高低点是其重要的参考指标。

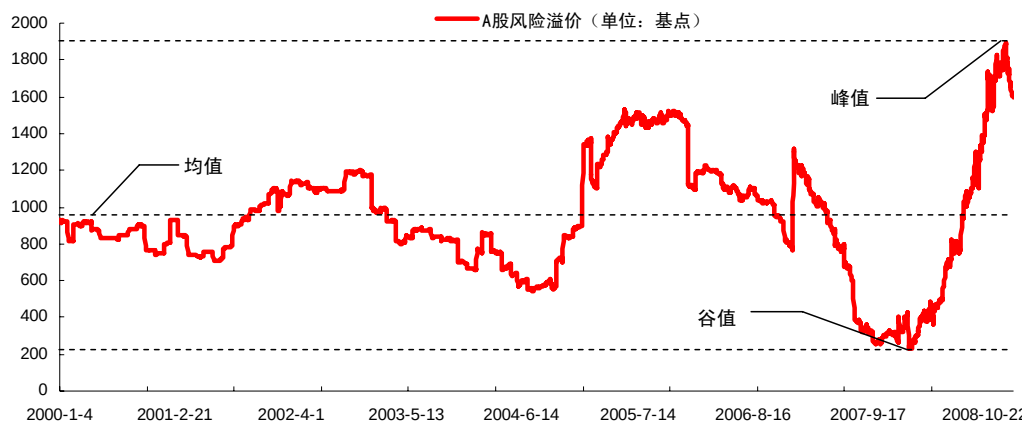
图 3-1：恐惧还是贪婪——巴菲特所告诉我们的



资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

我们在沙龙上提出，09 年市场面对的不确定性仍然非常之多，但是仍然可以从诸多不确定性中找到确定的因素。首先，在近一阶段而言，基于政府 4 万亿投资计划的推出以及环比改善的预期，由宏观经济周期带来的系统性风险在中国已经在较大程度上得到释放，或者说宏观经济带来的系统性风险已经不是近期股票市场所面临的主要风险；其次，由于政策面的支持，流动性会在较长一段时间内保持较为充裕的状态。

图 3-2：A 股风险溢价率

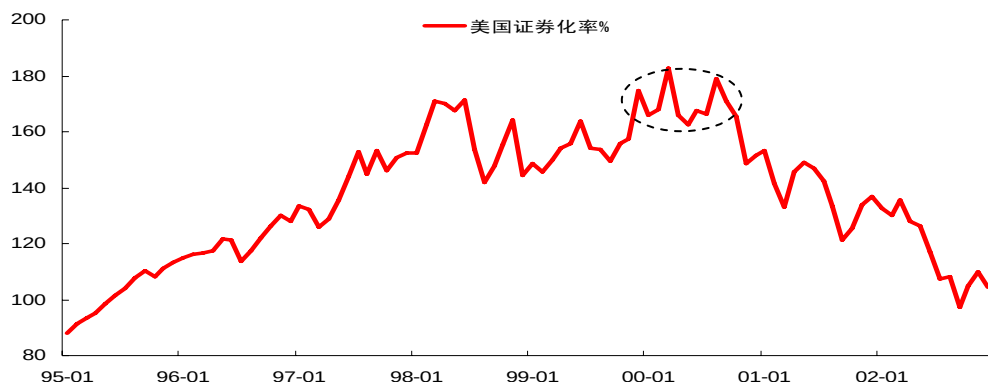


资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

在系统性风险基本释放之后，环比预期改善和流动性充裕两大确定性因素的支撑有助于推动市场估值水平向均值回复，或者说风险溢价向均值水平进行回归是大概率事件。我们可以看到，A股的风险溢价率水平在08年10月触及05年6月份的高点之后于12月创出了历史新高，目前已经持续处于回落过程之中。

除了风险溢价率水平之外，其他一系列数据也可作为市场判断的重要参考指标。如证券化率指标，从1925年起，所有美国股票的市值平均相当于GDP的55%，在1929年大崩盘时该比率达到了81%，直到1995年这一比例才被刷新，此后记录不断被改写，1998年140%、1999年170%、2000年3月市场达到了顶点，证券化率达到了183%，美国股市的定价水平发生了惊人的偏离，美国股票市值居然达到了全球经济总值的一半！其时，至少有一半的美国人持有证券，55%的高校学生购买股票或债券，美国人个人财富的1/3是以股票形式存在的，美国全民陷入了疯狂之中。02年泡沫破灭后，美国证券化率也跌破了100%。

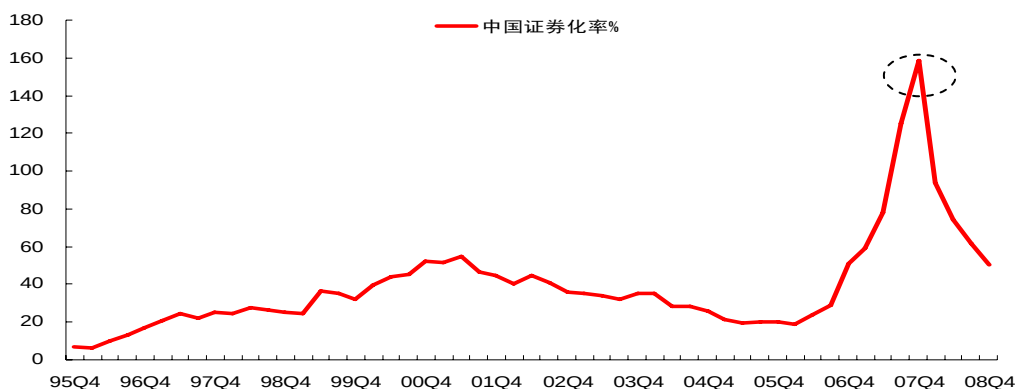
图 3-3：美国证券化率%



资料来源：BLOOMBERG，CEIC，东方证券研究所

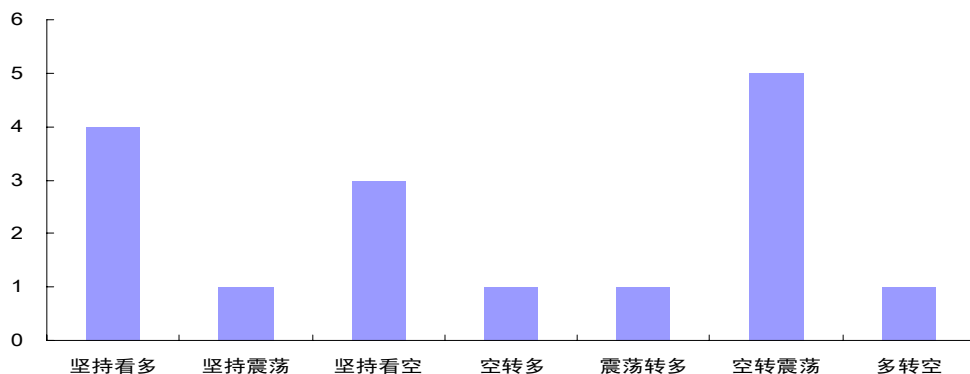
市场与现实偏离得越远，就越需要有理论的支持，卖方分析师的报告是另一个重要的指标。2000年，根据Tomson First Call这一盈利监控公司的统计，在市场泡沫面临崩溃的边缘时，由华尔街投行和经纪公司证券分析师提出的数以千计的股票投资建议中，只有1%给出的是“卖出”评级。

中国的情况同样如此，在07年市场最疯狂时候，全球十大市值公司中国占据了一半，中国石油的市值超过了当年俄罗斯的GDP，证券化率超过160%。但是，人类的疯狂总会过度，投资者情绪的宣泄会导致市场大幅偏离均值水平，不管是暴涨还是暴跌均是如此。A股证券化率急剧下降到08年4季度的50.09%。

图 3-4：中国证券化率%


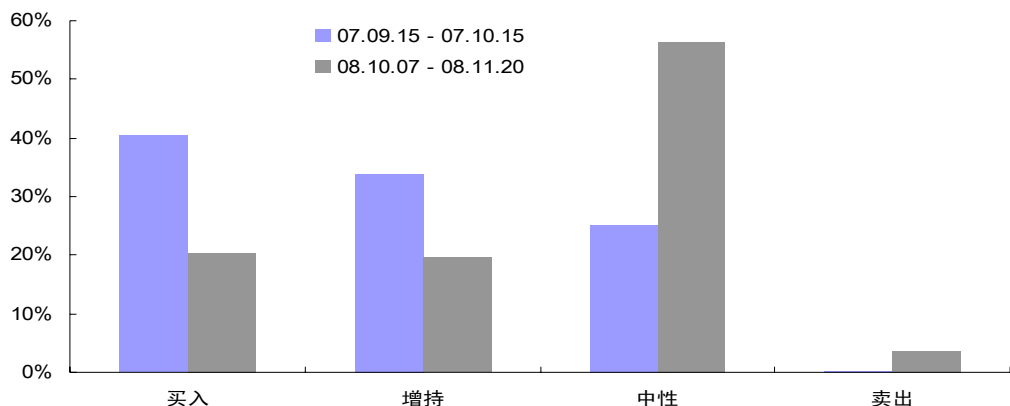
资料来源：BLOOMBERG, CEIC, 东方证券研究所

在我们 3 地高端沙龙活动之前的 08 年 10 月 7 日—11 月 20 日的期间内，21 家发布策略观点的卖方机构中对市场走势持“看多”、“震荡”和“看空”观点的分别为 5、2 和 14 家。在市场见底反弹后的 08 年 12 月 10 日—12 月 30 日期间内，发表策略报告的 18 家卖方机构中对市场走势持“看多”、“震荡”和“看空”观点的各占 1/3。有意思的是，在上述两个时期内都发布了策略观点的 16 家卖方机构中，有 50% 的机构转变了策略观点。

图 3-5：10.7-11.20 至 12.10-12.30 卖方机构策略观点转化


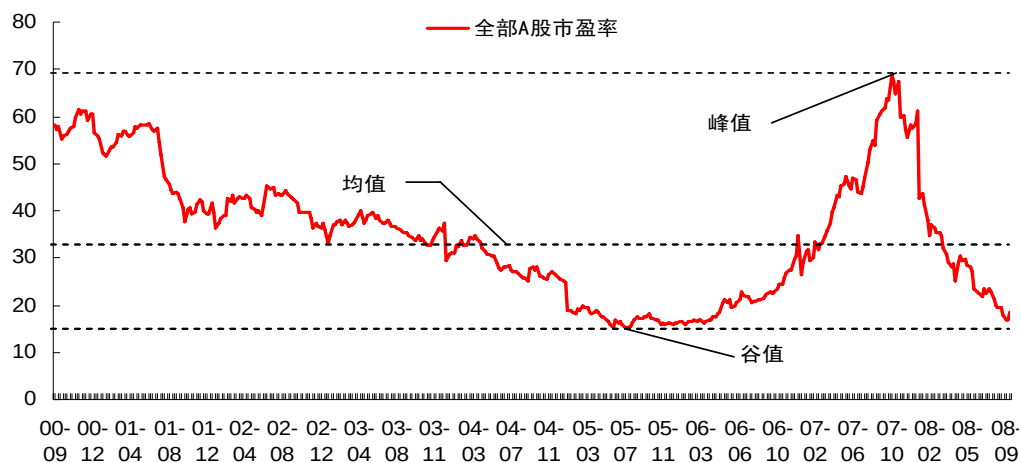
资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

此外，对上市公司的投资评级，在 08 年 10 月 7 日至 11 月 20 日的期间内，卖方报告中给予“买入”和“增持”评级的仅为 20.31% 和 19.59%，持“中性”和“看空”的合计占到了 60.10%，而在 07 年 9 月 16—10 月 15 日市场高点的统计期间内，卖方报告中给予“买入”和“增持”评级的为 40.49% 和 33.97%，持“中性”和“看空”的分别仅为 25.27% 和 0.27%。

图 3-6：A 股指数峰值和谷底期间卖方机构对上市公司评级


资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

美国基金公司 Grantham Mayo Van Oterloo 做过一个研究，他们选择了上世纪的 28 个样本进行了研究，覆盖范围包括了股票、房地产、货币和商品，包括石油、金币、镍币和可可，研究结论是在每一个案例中，市场价格都会回到泡沫出现之前的水平，无一例外，哪怕只有一次。在 08 年 4 季度，A 股从风险溢价率已超过了 05 年中期市场低点时的水平，静态市盈率已经接近 05 年中期的历史低点。

图 3-7：A 股静态市盈率


资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

综合多重因素，从均值回归的角度来判断，恐慌带来的下跌已经接近了临界水平，市场需要的仅仅是一个转折的契机。而 4 万亿投资计划带来的环比改善预期和流动性充裕两个重要因素的显现，使得市场得以从系统性风险中摆脱出来，进入一个全新的阶段。正是基于对市场情绪的把握，我们在 3 地沙龙上明确提出，系统性风险已经基本释放，均值回归是大概率事件，“我们可以肯定的是，我们不能在很多人贪婪的时候贪婪，他们惧怕的时候惧怕。我们至少应该避免一点。”

4. 不确定世界的投资策略选择

基于目前系统性风险已充分释放和流动性推动两大基础，市场已然具备了一定的可操作性。面对不确定的市场，投资者拥有一系列的策略选择。其中的两个极端分别是巴菲特与凯恩斯。

凯恩斯的策略可以概括为选美或叫停策略，基于博弈的观点来制定投资策略。七十年前凯恩斯在《就业、利息和货币通论》中就提出，“在今天，根据真正的长期预期而进行投资已经困难到很难成为现实的程度，那些企图这样做的人肯定要比那些试图以超过群众的精确程度来猜测群众行为的人花费远为更多的精力并且会冒更大的风险。在智力相同的情况下，前者可能要犯较多的灾难性的错误。克服时间和我们将来缺乏信息所造成的困难要比“起跑在枪响之前”需要更多的智力。其次，生命的期间是不够长的——人类的本性需要快速的成果；在快速赚钱方面，存在着特殊的热情。所以不去预测在长期之后一项投资的收益，而仅仅对几个月后根据社会成规用以决定股票的基础加以预测——这种机智上的斗争（凯恩斯称之为选美或叫停游戏），并不一定意味着把群众的鱼肉去填充专业经营者的肠胃，斗争可以在专业经营者之间进行。专业的投资者就被迫致力于在新闻和社会气氛中来预测即将来临的某些因素的改变，因为这些因素被经验证明为最能影响市场的群众心理。在一个以所谓的流动性为目标进行组织的投资市场中，这是一个不可避免的结果。在传统的理财守则中，肯定没有比流动性崇拜更加不利于社会的条目了。”

巴菲特著名的一生中只有 20 个打孔洞的机会的比喻也是个可以仿效的策略，简单可行的办法是：如果你等待的时间足够长，相信大多数股票会出现比它们公平价值有较好折扣的价格机会，提高调查研究的重视度以减少决策犯错误的机会。

相对于凯恩斯，巴菲特认为正确的投资战略应该具备以下的特征：即便你知道未来的经济走势，你依然不知道未来的股市表现会如何，在此基础上进行决策。“我不认为投资者应该基于宏观经济预期而买卖股票。”；“经济会好的！我们不能要求它每年每月或每周表现不好，如果不相信这一点，那就干脆别去买股票。”；“某个国家在某一时期总会有一些暂时性的小问题，但是这并不能阻止你畅想 10 年或者 15 年以后的事情”。在伯克希尔 1988 年股东大会上巴菲特说道：“对于未来一年后的股市走势，利率以及经济动态，我们不做任何预测。我们过去不会，现在不会，将来也不会。”

但所有的迷茫、困惑和混乱都来自同一个因素，那就是时间。时间是所有投资决策中最具有决定性的因素。风险和时间是同一事物的两个相反的方面，因为如果没有明天，就不会有风险。时间会改变风险，风险的本质由时间的范围来塑造：未来就是赌场，尤其在决策不可逆时。

投资者都希望通过低买高卖来实现赢利。那么价格怎么来的呢？我们可以反过来思考，把传统的 $PE = P/E$ 公式重新排列，可以得到新的公式： $P = P/E * E$ ，在 IPO 时，也采用这个公式来给个股定价。PE 是预期市盈率，E 是预期的每股盈利。这个公式即可以告诉我们个股的价格，也可以是整个市场的价格，即指数——市场的点位可以看作是由投资者在当时给予市场的估值水平与预期市场盈利水平所决定。牛市 E 往上走时，P/E 也往上走，在双重杠杆的作用下，我们创造了无与伦比的牛市；熊市的时候 E 往下走，P/E 也往下掉，跌幅也会被放大。历史上来看，PE 的变化率明显大于 E 的变化率，盈利的波动性远小于市场估值。06—08 年市场的巨幅波动无疑生动的说明了这一点，市场从 998 点暴涨到 6124 点，再跌到 1624 点，正是 PE 在发挥重大的杠杆作用。

这是因为 PE 是 E、市场信心、流动性、大小非等因素的函数，在较大程度上受到投资者情绪和短期事件的影响；而经济周期是影响绝对 E 的主要因素，并通过市场情绪对市场产生影响；所以

很多人无比重视宏观因素，因为若能正确预测经济周期转折点，无论是自上而下或是自下而上的收益都是巨大的。但要做到正确预测非常困难，虽然可以获得的经济数据越来越多，但这么多年来对经济周期的预测的准确性并没有多大的提高。提前作出经济预测，具备这种本事的经济学家没有几个。我们有那么多人在费尽心机进行经济预测，并不是因为预测很成功，恰恰相反，是因为大家都预测不成功。正如此，很多投资者制定其投资策略时并不相信经济学家的预测。彼得林奇说：“我非常希望能够正确地预测市场和经济衰退，然而这是不可能的。所以我只要投资于像巴菲特这样高回报的公司。”他同时表示，每年制定投资策略时，只考虑 5 分钟宏观经济问题。

基于上述的判断，我们认为 09 年的市场如果大家要挣钱，前期要挣 PE 抬高的钱，后期则看 E，即挣预期 E 要抬高的钱。进一步解释，在当前的市场环境下，过于羁绊于对宏观经济的判断很有可能陷入短期的被动。在预期改善和流动性充裕的推动下，09 年上半年估值水平将会回升，预期盈利会在下半年出现明显改善的品种将有优异的表现；下半年实际盈利水平能提升的公司则又会将估值水平降低到一个合理的水平上去，从而形成一个可持续的循环。但是，由于宏观经济的难测性和大量噪音因素的存在，导致对实际盈利的判断存在较大的困难，尤其是部分确定性增长的品种估值已经在高位，增加了投资决策的难度。但充裕的流动性会促使市场去挖掘新的品种。因此，09 年上半年的市场较有可能呈现出基于均值回复的主题轮动策略明显占优的状态。

是做巴菲特还是凯恩斯、或者处于二者之间的某个特定位置，投资者可以有自己的选择。但重要的是，时间会改变风险，在市场的波动和噪音的干扰下，一定要确立并坚持适合自身特点的策略，保持逻辑的一致性，买的时候是凯恩斯卖的时候成巴菲特是应极力避免的情况。在市场的不同阶段适合不同的策略，在市场的转换中持续胜出只是小概率。

分析师承诺

东方证券宏观策略团队

本团队具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn