

2010 年 01 月 27 日

刘杰，经济学硕士，金融学硕士
国联证券特聘首席宏观研究员

加拿大皇家银行全球研究部研究员
前美国标准普尔企业信用评级师

电话：(001) 416-409-3859
电邮：jieliu13@yahoo.ca

联系人：何冰冰
电话：0510-82833217
电邮：hebb@glsc.com.cn

Think Globally, Act Locally



该报告中所提及价格数据均为 2010 年 01 月 26 日市场收盘价。如无特别说明，数据均来源于 Bloomberg。

有关免责声明，请参考第 4 页。

2010 年 A 股投资策略 - 是进还是退？

亚洲股市连续下滑了 7 天，创造了过去两年内最长的跌势，而 5 天前我们也发表了一篇文章为“市场 10 个月的反弹‘终于’到了尽头了吗？”的评论。那么在目前的市场情况下到底该如何选择投资策略？让我们再次回顾一下去年底时所作的 2010 年投资策略展望，并结合市场在今年一月份的发展情况，和投资者分享一下我们对目前市场的看法。

- 首先，本次“回调”的主要激发因素是来自中国和美国的“政策冲击” - Policy Shocks，所带来的经济复苏进程的不确定性增加，同时伴随欧洲和南美的主权债务危机情况的不明朗。关于这一点，我们在去年底和近期的一系列评论中已经反复提及 - “后危机”时代政策的不确定性是资本市场在经济复苏早期面临的最大的风险之一。我们也曾指出，股票市场对经济走势的提前反应期一般是 6 个月，因此，如果由于退出政策，财政政策影响力下降，以及存货累积所导致的经济复苏趋缓甚至下滑出现在今年下半年，那么上半年市场所面临的不确定性会更大。

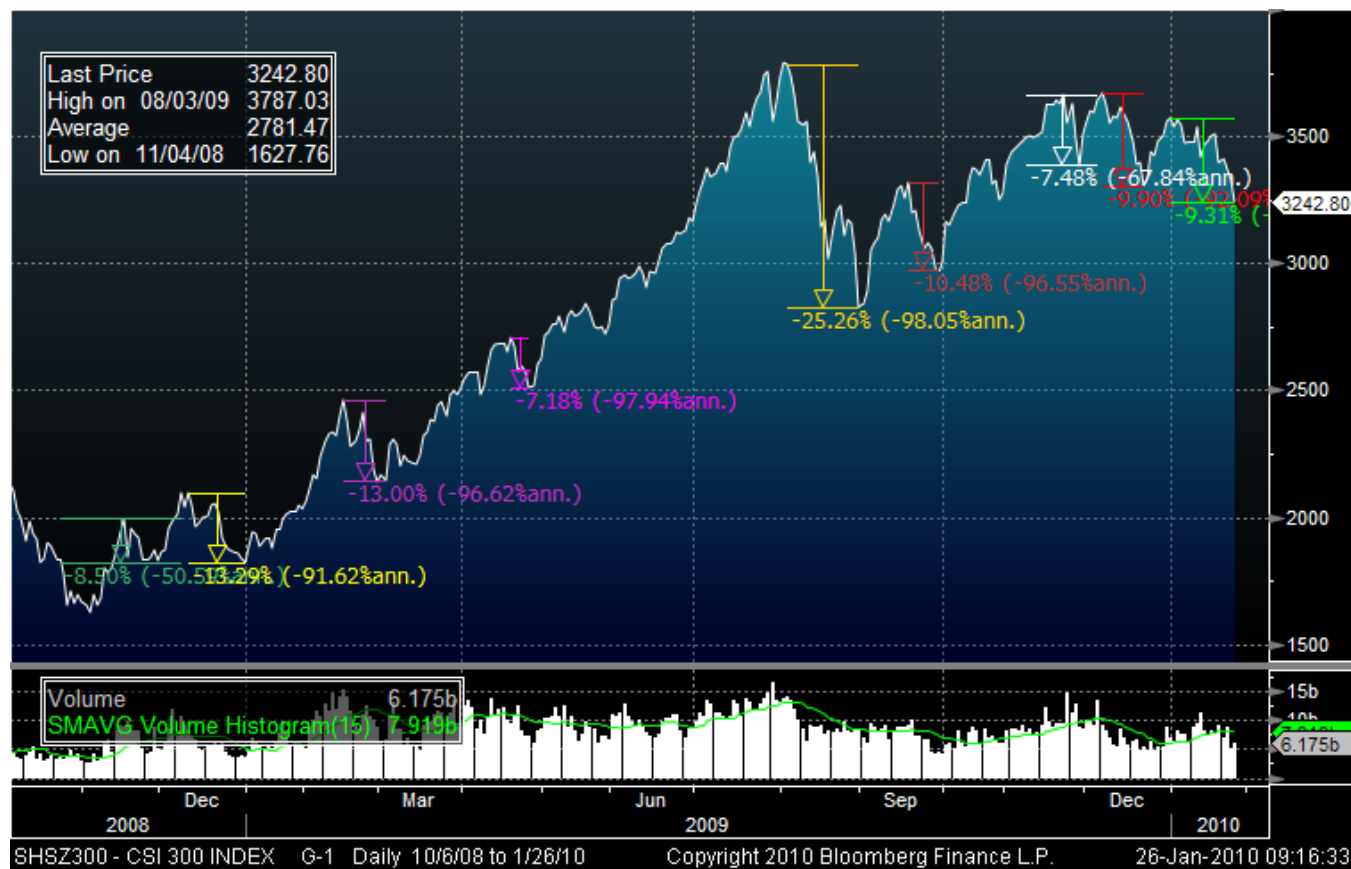
目前市场最关注的政策不确定性一是中国会否提前加息，二是美国何时加息。

- ❖ 对于中国来说，政策制订者目前最需要解决的是银行信贷增速过快的问题，从而控制通胀和资产价格泡沫。当然通胀和资产价格泡沫之间并非总是具有紧密的正相关性，而且寻找通胀的领先指标在中国也不是易事。就目前来说，通过直接控制银行信贷来降低通胀预期是中国政府正在采取也是应该采取的措施。货币流通速度当然是除了货币增量以外的另一个要考虑的重要变量。中国政府在上调商业银行存款准备金率的下一步一定是提高利率，但在前者还有上调空间的时候，中央政府未必要立刻出升息这最后一招。商业银行贷款增速是否会因存款准备金的上调而有所放缓是判断中国政府是否会再次出手的一个重要参考依据。而作为投资者，要做的就是控制好风险：为央行出乎市场预料，或者说在今年二季度前加息，早做准备，提前布局；
- ❖ 美国提前或在近期加息的不确定性要远小于中国。在劳动力市场依然严峻，房地产市场仍然低迷和奥巴马面临信任危机的时候，发展经济是“硬道理”，也是奥巴马政府的唯一出路。美联储当然有自己的考虑，但其独立性很难在目前奥巴马所面临的形势下得以维持。虽然这位美国首位黑人总统在处理经济问题上似乎缺乏实力，但其政治手腕还是相当强硬的。
- 其次，资本市场近期的反应基本符合历史规律和我们此前的判断：高风险，强周期资产价格所受政策不确定性冲击较大；低风险，防御性行业则相对稳定。这也应对了我们在 2010 年投资策略中的一个总体的分析和判断 - 资产组合的再平衡和配置的从 β 向 α 转变。
 - ❖ A 股（以沪深 300 为例）自进入 2010 年以来回调已经超过了 9%，这是其从 2008 年 11 月初触底开始反弹以来的第 9 次相对显著的回调（见第 3 页图），而回调的幅度则在这 9 次中排名第 6 位；
 - ❖ 而从行业细分来看，能源，原材料，非必需消费品和金融这四大周期性行业是本轮回调幅度最大的行业，跌幅均超过 10%。我们还发现，也还是这四个行业，占据了 2009 年涨幅榜的前四位，涨幅均超过 100%（见第 3 页图）。因此本轮市场的回调在某种意义上来说也是对去年行业走势偏离的一次修正。

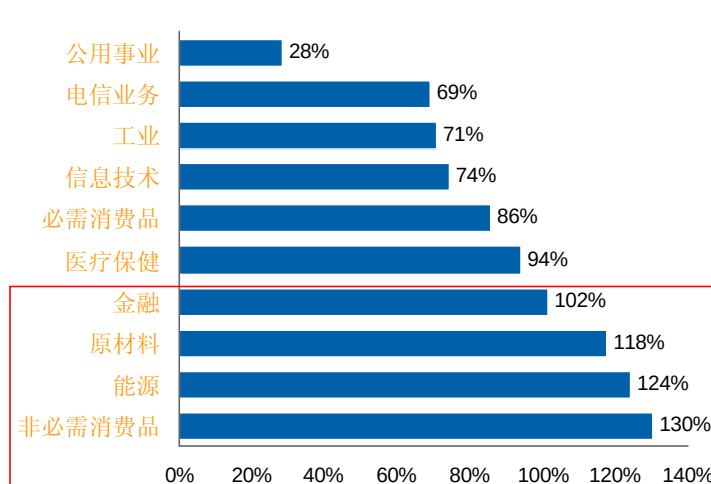
通过上面的简短的分析，我们对投资者在 2010 年投资的具体建议（我们维持了相当一部分在去年底时提出的策略）有：

- (1) 继续采取半仓的波段操作方式；
- (2) “降低 β ，增加 α ” 依然是 2010 年的投资主线；
- (3) 由于政策的不确定性，市场的大幅波动会在未来一段时间内继续。但只要经济复苏的大方向不改变，投资者依然应该采取我们在去年 7 月份推出的“在每一次大的回调中进场买入 – Buy In Every Dip of a W Recovery”的投资策略；
- (4) 从资产配置上来说，信息技术，医疗保健和必需消费品是从防御角度出发在 2010 年的基本配置。同时，我们还应该对出现较大幅度修正的周期性行业采取“回调买入”的操作方式。这样，我们既通过配置防御性行业做到了稳定收益的目标，又可以享受在经济复苏中受益较大的周期性行业所带来的超额回报；
- (5) 与消费密切相关的产业（除去基本消费品以外，保险业也从消费增长中收益颇丰，而且，人民币升值和利率上调也会提高保险业的估值水平）应该是在中国这个由投资向消费过渡的经济体中进行长期投资的行业；
- (6) 银行业在短期面临政策的不确定性以及在中期面临不良贷款的风险，因此近期表现会很不稳定。但从长期来说，银行业也是从居民消费增长中获益良多的行业之一。如果股价继续下挫，该行业不失为长期投资的好品种；
- (7) 能源和原材料虽然是受经济复苏拉动最为显著的周期性行业，但在短期内仍然面临着美元继续走强的风险。而且，投资者因为担心由中国紧缩货币政策而导致全球经济复苏进程减缓也会对该行业造成较大冲击。因此，投资者应该在近期内对其规避。但从长期角度来看，该类行业会伴随着经济的复苏而持续增长，投资者在做投资决策时要把我们前面投资要点的第 3 点考虑在内。

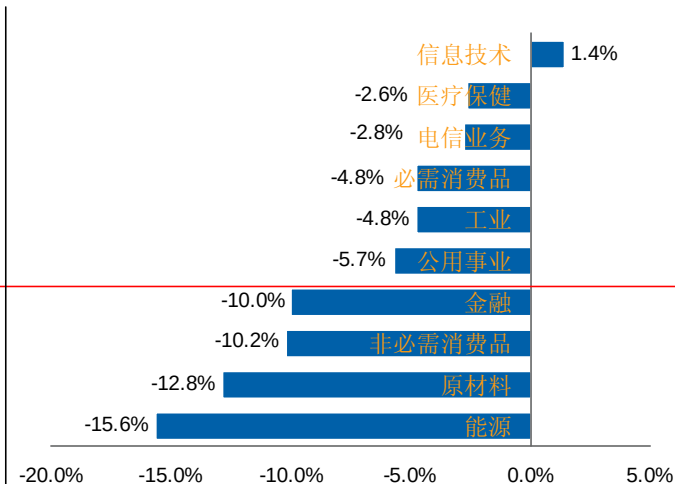
沪深 300 指数自 2008 年 11 月 4 日反弹至今中的 9 次显著回调



沪深 300 各行业 2009 年表现



沪深 300 各行业 2010 年至今表现



能源，原材料，非必需消费品和金融这四大周期性行业是去年表现最好和今年表现最差的行业。这也表现了本次回调具有对行业走势偏离进行修正的特点。

免责声明

本研究报告中关于任何公司或证券所发表的观点均如实反映刘杰的个人观点，不代表其所就职公司意见。刘杰获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及国联证券股份有限公司的整体收益。刘杰保证其报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

本报告信息均来源于公开资料，国联证券对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和询价。国联证券及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。国联证券或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国联证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

分析师简介

刘杰，现任加拿大皇家银行全球研究部高级研究员，国联证券特聘首席宏观研究员，曾任美国标准普尔企业信用评级师和纽约证券交易所股票交易员。拥有加拿大多伦多大学（University of Toronto）经济学硕士和新不伦瑞克大学（University of New Brunswick）金融学硕士学位。