

## 股票回升提供再平衡机会

2008 年 4 月 29 日

### 月度投资策略报告

- 政策的组合拳终于引发了 6100 点下跌以来最大的反弹，基于历史上印花税调整对市场的影响，我们不认为本轮行情是反转。
- 3000 点基本确认是一个中期底部，对应 2008 年 19 倍 PE 和 2009 年 16 倍 PE，再结合政策面的支持，基本是一个比较安全的区域，但市场的中长期走势以及反弹的高度依然取决于宏观面。
- 经济周期从复苏走到过热是共识，分歧在于部分投资者认为目前周期又从过热走向了滞胀，而按照历史经验，滞胀周期是股票市场表现最差的阶段。我们认为，目前最重要的结论来自于对物价上涨趋势的判断，如果粮食价格不再出现超出预期的上涨，由于基数的原因，下半年的通胀会显著下降，全年央行最多加一次息，目前认为经济周期进入滞胀还为时尚早。
- 股票资产回升提供再平衡机会，投资者应该利用本次股票资产的反弹，在一定的位位置降低股票资产配置，增加债券资产配置，全年的角度，均衡配置是较好的策略。
- 行业配置: 第一，增加产品涨价的行业配置比例。我们看好农业，化工，煤炭，新能源等能够持续上涨的行业投资机会。第二，增加基础设施建设受益的行业配置比例。我们看好水泥，钢铁，工程机械，铁路建设等行业的配置机会。

中海基金研究部

联系地址:

上海陆家嘴东路 166 号中国保险大厦

34 楼

邮编: 200120

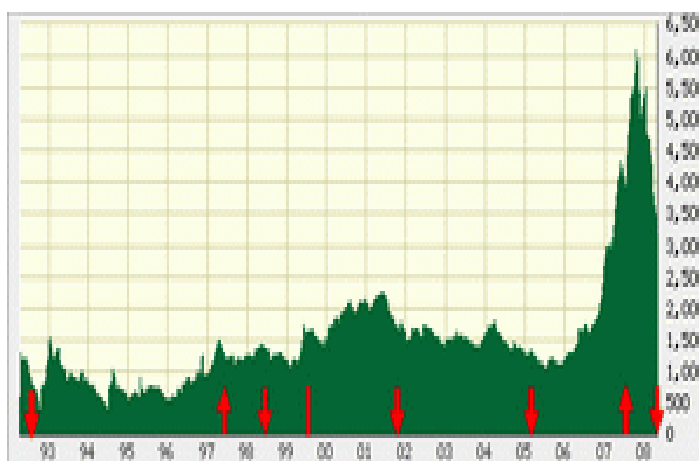
## 1 5月资产配置策略：股票回升提供再平衡机会

4月份的A股市场在持续大跌后在政策面持续利多的刺激下大幅反弹，期待已久的印花税下调对市场形成了较大的正面影响，我们认为本次市场是一个较大规模的反弹，在估值基本合理和利好刺激下，市场将进入活跃期，并为投资者提供资产配置的调整机会。

### 1.1 政策组合拳引发的反弹

近期管理层持续出台利好，包括《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》对非流通股大规模快速减持的限制，印花税从千分之三下调到千分之一，以及即将开展融资融券，其中印花税的下调被认为是最大的利好，在公布当天A股市场几乎全线涨停。

图 1: 历史印花税调整的表现



资料来源：中信证券 中海基金

我们认为，此次市场的上涨只是反弹而不可能是反转。回顾历史，政策面的利好并不会改变股票市场的长期趋势。以印花税为例，最近的两次调整分别为2005年1月23日印花税由0.2%调整为0.1%，股市微升后下跌，但6个月后开始持续上涨。2007年5月印花税由0.1%上调至0.3%，股市短期大幅下跌，随后回升再创新高。

短期可以明确的是3000点附近，对应2008年市盈率19倍以下，2009年市盈率16倍以下是一个比较安全的区域，或者可以认为是市场和政策共同构筑的底部，但在反弹到一定幅度后，最终依然取决于宏观经济判断。

图 2: 市盈率的波动趋势

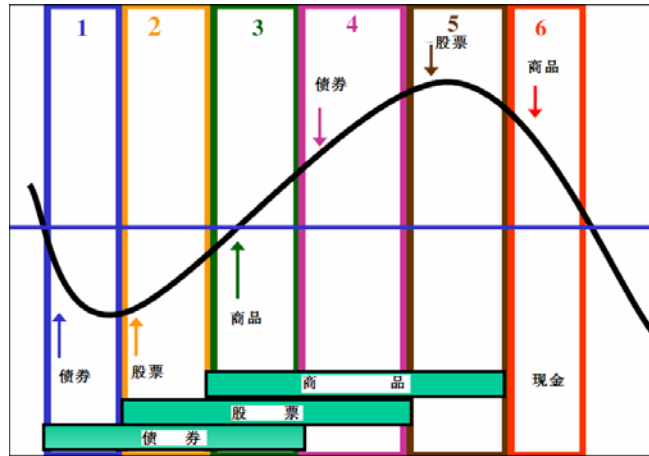


资料来源：朝阳永续 中海基金

### 1.2 宏观趋势依然决定中长期走势

A 股今年以来的大幅下跌除了国际的环境以外，对宏观经济的担忧占据了主导，经济增速回落而通货膨胀大幅上升，机构投资者普遍担心中国经济可能进入滞胀，而在经济周期中滞胀往往是股市表现最差的周期。

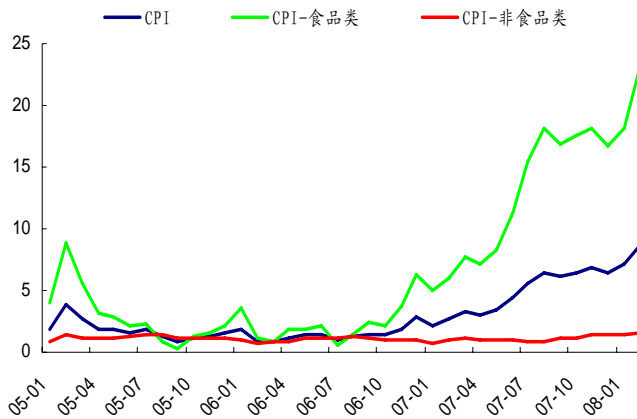
图 3:经济周期回落股票资产收益显著下降



资料来源：investmentclock 中海基金

回顾一季度公布的经济数据，GDP 增速为 10.2%，而 CPI 的数据达到了 8%，为多年以来的新高，在石油价格大幅上涨的国际背景下，粮食价格出现了快速的持续上涨，推动了通货膨胀的加剧，而一季度的雪灾也雪上加霜，加剧了物价的上涨。

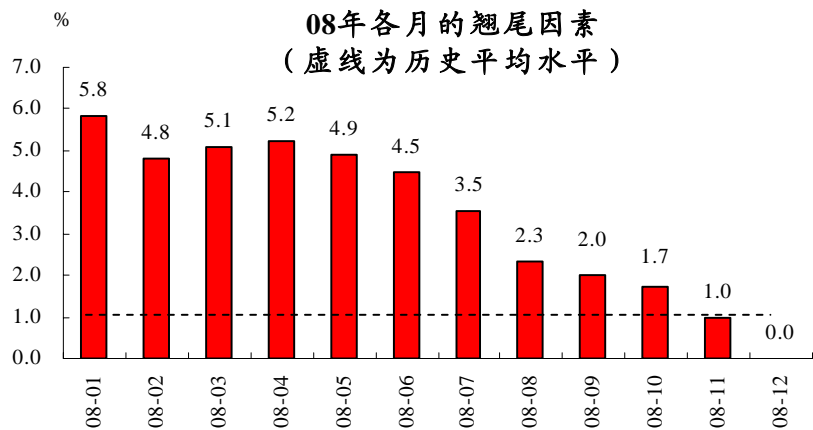
图 4:CPI 在食品价格的推动下持续上涨



资料来源：CEIC 中海基金

值得欣慰的是如果粮食价格能够稳定，那么 CPI 由于基期的变化，在二季度将小幅回落，下半年将显著回落，从目前的趋势分析，全年的 CPI 应该会回落到 5 左右的水平，全年最多加一次息，通货膨胀的压力将逐步减轻。

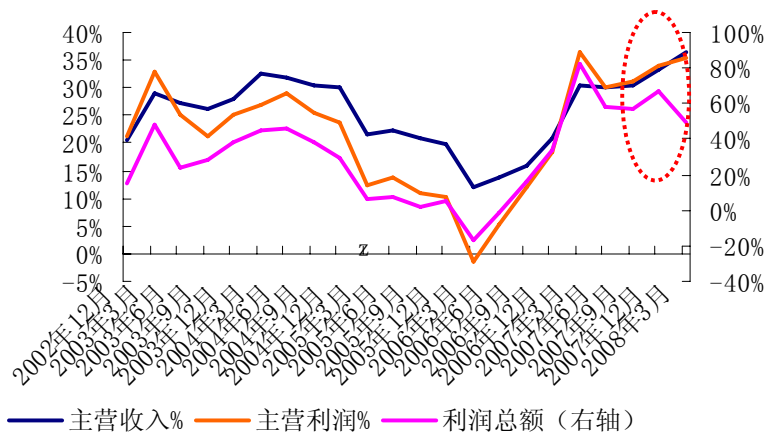
图 5: 通货膨胀的压力将逐步减轻



资料来源: 中金公司 中海基金

上市公司业绩也在一季度经受了考验,一方面银行的业绩再超预期,另一方面价格管制的炼油,电力业绩低于预期,其他行业综合而言,主营收入和主营利润同比表现依然良好,我们认为 A 股一季度利润增速有望达到 30%。

图 6: 同比来看,主营收入和主营利润趋势仍向上 (不包括金融、采炼油、电力)



资料来源: 申银万国 中海基金

综合而言,石油价格的运行趋势决定了此轮通货膨胀的趋势,如果粮食价格能够稳定,那么下半年 CPI 由于基数的原因必然回落,也将使通货膨胀的压力明显减轻,上市公司的利润增速也将能够达到预期,宏观经济趋势将是决定股票市场中长期走势的核心因素。

### 1.3 股票资产回升提供再平衡机会

在年初我们给出了今年股票资产和债券资产收益的判断,而从目前的情况看,有必要进行适当的修正,由于物价的水平持续上升,我们上调了对应的预测,全年的 CPI 将达到 4.5-5.5 的水平,与之相对的经济周期和资产收益也相应改变,股票资产今年的收益预期显著下降,债券资产的收益预期显著上升。

表 1：年初对资产收益的预测

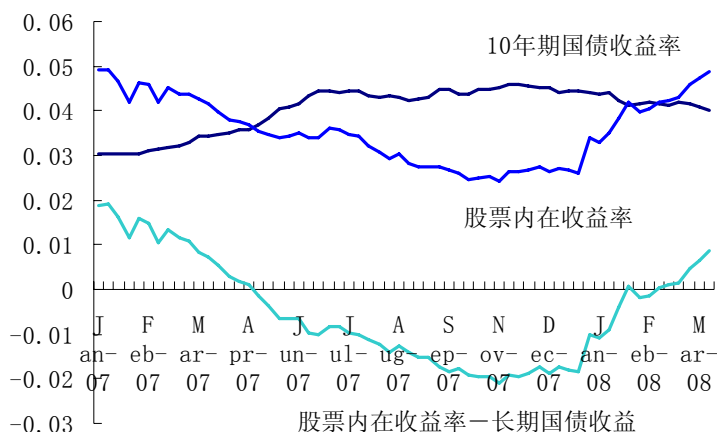
	G D P	C P I	周期判断	权益资产收益	债券资产收益
预测	10 以上	4-4.5		历史均值以上	历史均值以上
结论	维持高位	维持高位	经济过热，利率上升	高位回落	低位回升

表 2：目前对资产收益的预测

	G D P	C P I	周期判断	权益资产收益	债券资产收益
预测	10 以上	4.5—5.5		正收益	历史均值以上
结论	高位回落	维持高位	经济过热，利率上升	高位显著回落	低位显著回升

从短期的角度，我们认为股票资产有望回升。对比债券资产，在 2008 年 1 季度以后第一次出现了股票资产吸引力大于债券资产的表现，这也为股票资产回升提供了有力的证据。

图 7: 股票和债券收益率的变化



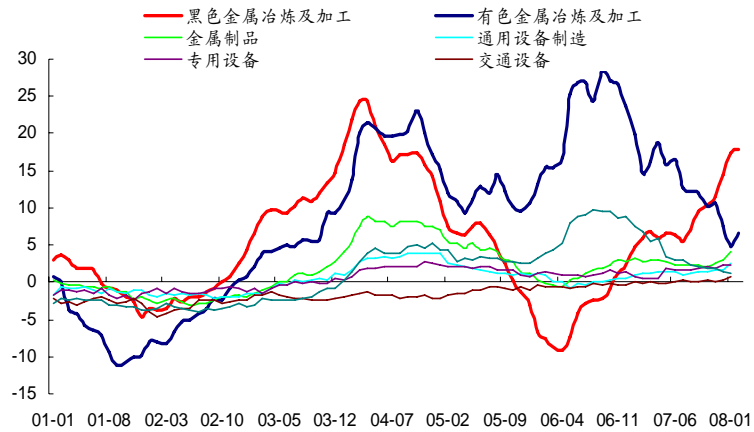
资料来源：中海基金

基于对中国经济周期的判断，我们建议投资者利用本次股票资产回升的机会进行再平衡，从短期的角度可维持股票资产的配置比例，等待股票资产回升到相对高位进行减持，增加债券资产的配置比例。

### 1.4 产品价格上涨和基础建设拉动相关投资机会

我们在二季度重点看好两个主题，首先，产品价格上涨主题。在通货膨胀的背景下，只有能够抵御通胀的公司才是好公司，或者是处于最上游分享价格上涨，或者是具有核心竞争力能够提价。其次，基础建设投资主题。在货币政策遭遇瓶颈的背景下，财政政策的作用正不断体现，从奥运，世博，到高铁，中国正进入新一轮基础建设的高峰，使对应的投资机会逐步体现。

图 8:机械行业龙头公司具有提价能力



资料来源: bloomberg 中海基金

综合两方面主题,包括农业,化工,煤炭,新能源,水泥,钢铁,工程机械,铁路建设等行业将在二季度获得进一步的投资机会。

### 1.5 综合分析: 中性偏乐观(维持)

打分系统方面,随着估值下跌估值指标趋于合理,我们上调了对应指标,资金和资产的供求关系随着投资者信心的变化,我们下调了对应的指标。

综合而言,5月份市场和3月份一致。

表 3: 打分系统显示 5 月份市场和 3 月份一致

	3 月份	5 月份
宏观数据	3	3
估值指标		
PE	2.5	3
PB	2.5	3
业绩指标		
ROE	4.5	4.5
2008 年预期增长	3	3
供求关系		
资金供应	3.5	3
资产供给	3.5	3
	3.21	3.21

资料来源: 中海基金

## 2 行业配置策略: 增加产品涨价和基建受益的行业

我们根据市场变化进行以下行业配置调整:

第一,增加产品涨价的行业配置比例。我们看好农业,化工,煤炭,新能源等能够持续上涨的行业投资机会。

第二，增加基础设施建设受益的行业配置比例。我们看好水泥，钢铁，工程机械，铁路建设等行业的配置机会。

行业评级	行业	理由
增持	农业	农产品价格上涨受益
	化工	产品提价和农业主题受益
	煤炭	石油价格上涨的间接受益者
	新能源	分享能源价格上涨
	建筑建材	基础设施建设提供确定的增长
	钢铁	有铁矿石资源的具有竞争优势
	工程机械	产品提价抵御钢铁价格上涨
	铁路建设	最确定的增长

**免责声明：**本周刊中的信息均来源于已经公开的资料，中海基金对信息的准确性、完整性和及时性不作任何保证，也不保证中海基金基于上述信息做出的建议在未来不发生修正。在任何情况下，中海基金不对本周刊的使用人基于本周刊观点和信息进行的投资所引致的任何损益承担任何责任。中海基金可能已经或即将对本周刊涉及的相关证券进行交易。中海基金的关联机构或个人可能在本周刊发布前已经使用或了解其中的信息。本周刊版权归中海基金管理有限公司所有。如引用、刊发，需注明出处为“中海基金管理有限公司”或“中海基金”，且不得对引用部门进行有悖原意的删节和修改。