

第十七章 策略投资者周记

这是本书最后一章，本来想放一些作者最近几年的年度策略报告作为批判样本——也是靶子，毕竟作者分析中错误很多，事后反省错误可以给读者提供借鉴。

不过，作者最终选择了从2008年8月到12月的策略投资周记，这些周记没有公开发表，仅通过邮件发给过一些客户。选择那个时候，主要是因为，这个背景提供了策略投资的综合练习，那时环境和投资者情绪变化很大。现在回过来看，作者做出的很多策略投资是不妥当的——这点作者不吝于自我批评，市场本身就让人敬畏，自身的认知能力过于有限。不过，在迷雾中前行，作者还看出些景色，还是觉得有惊喜之处，同时，反思也是一种快乐。

由于作者每周写的太多，在原文的基础上进行了大量删减，仅保留宏观策略投资的部分，很少提到行业公司选择。这里需要强调的是策略投资不应该按照周来做，至少应该是按照月，正常应该是按照季度来调整投资策略，平时的自上而下的策略投资，仅是看是否有出奇的事件或者超出的事件。真正的用功应该来自自下而上的层面，这是投资的核心竞争力。

2008年8月11日——耐心等待

根据8月份宏观策略月报，我们对中国经济形势短期并不乐观，因此，对奥运行情不乐观，维持我们奥运期间出现振荡行情的观点。投资者对或有的政策维稳存在乐观预期，但是这个预期有点乐观。奥运会后，随着投资者信心的丧失，市场或许有崩溃的可能。

我们暂时维持2400—2700点为中期底部的判断。因此，如果奥运会后市场因为信心崩溃而跌破底部，我们认为这带来重要的中期纠错性投资机会。

当然，投资者犯错并不成为“纠错性行情”的主要依据。我们的观点是，中国股市不仅是经济增长的晴雨表，同时也是经济改革的晴雨表，这点和国外是非常不同的。我们认为奥运会后，正如中国国家主席胡锦涛8月1日在人民大会堂接受25家外国媒体的集体采访所表示的，在奥运会后将继续深化政治体制和经济体制改革。

我们认为，投资者对经济增长的悲观因素已经贴现到市场，但是对经济改革的改革红利并没有乐观预期。奥运会后，随着经济下滑趋势开始明显显现，政府一方面会进行结构性改革，一方面也会推出防止经济周期性大跌的方案。我们认为，对于阻止周期向下的措施，仍然需要短期增加固定资产投资，但是结构性改革是刺激长期消费能力，因此会推出组合拳措施。政策可能包括加大投资（比如铁路建设），刺激农村消费，土地制度改革，增值税改革，价格体制改革，行政体制改革，医疗体制改革等一系列措施。

在这种情况下，我们认为众多的小泡泡可能汇聚成奥运会后的中期投资机会。主要的投资主题需要关注：1、利率敏感行业，2、先进制造业，3、农村消费，3、价格体制改革受益，4、增值税税制改革受益，5、医疗体制改革受益，6、节能减排受益，7、铁路建设受益等。

展望明年，政策效果是否能够有效抵御经济大跌而平滑周期尚不确定，不过我们的基本假设是“可以”，因此考虑到明年年中上市公司业绩下滑，市场有望构筑双底。如果我们犯错了，我们将修正或者认错。

以下为我们长中短期宏观基础假定。我们认为短期，最重要的投资机会不在A股市场，我们前期看空原油，现在我们认为最重要的机会在于看多美元指数。

图 17.1：美元指数面临向上突破



表 17.1: 宏观基本假定

	短期（3 月内）	中期（3—9 个月）	长期（9 个月以上）
重要宏观主题	国内增长不足、国际美元反弹、通胀下降	改革红利，研究刺激增长政策对板块的影响	观察政策刺激增长的效果，观察全球资金流向
A 股市场	我们认为中期底部在 2700—2400，目前走势振荡（8 月）或振荡向下（9 月），波动加大	乐观期待有 1000 点或者 30% 以上的反弹，但是需要研究奥运会后政策改革红利的作用和效果	如果政策效果好（基本假设），抵御经济下降，则明年年中在下探 2400—2700 后，形成双底。
企业盈利	08 年上半年业绩超预期，但是 3 季度业绩将低于预期，上半年业绩 16%	08 年全年业绩增长 18%，但下调可能性大	09 年 2、3 季度上市公司单季度利润增长或许为负，但是全年基本假设 13%，悲观假设 5%
A 股估值	因为对增长的担心加重，估值略微下降，沪深 300 指数 08PE15 倍	市场贴现了业绩下滑的悲观，但是没有反映改革红利对估值的提升，08PE 回升到 18—20 倍	基本假设 09 年 PE18—20 倍，悲观假设 09 年 PE13—15 倍
政策面	市场政策面中性，经济政策面略微偏暖	政策面将全线偏暖，平滑周期下降的政策和结构性改革政策推出	经济政策继续有利于市场，但是刺激消费和投资的政策组合比例并不确定
标普 500 指数	跟随宏观数据波动，在市场流动性充足的情况下，下跌空间有限，短期看反弹，但空间有限	08 年底点位在 1400 点附近，能源、材料、可选消费、金融仍不看好。但上涨主要是看金融股反弹	需要在金融危机和资金流动中作出平衡，目前尚难判断。基本假定先抑后扬，低点 1200，高点 1450
香港国企指数	下跌，但是难破 9000 点	有望反弹，上限 14000	目前尚看不清楚
全球经济	加速下滑	有反弹（美国与新兴市场刺激）	继续下滑，但是全球 GDP09 年底见底，关注领先指数美国

GDP 增长	6 月份已经 10% 以下，3 季度低于 10%	政策刺激略微反弹，08 全年 10.2%	09 年全年 8.5—9.5%
固定资产投资	6 月份 26.8% 是全年高点，以后逐渐回落	08 年增速 25.9%	基础假设 09 年增速 20—22%
出口增长	7、8 月仅略微下降	有反弹，08 年全年 22%	09 年全年 18—19% 增长
名义消费	7、8 月份增长在 22—23%	4 季度有下降趋势，但是 08 全年看 22.2% 的增速	基本假定：政府推行刺激消费政策，09 年增速 23% 以上
PMI	8、9 月数据仍然 50 以下，制造业衰退，看空	50 附近和以下，仍然衰退	50 以上，制造业逐渐恢复
CPI	7、8 月份逐渐下降，6.3%，5.6%	08 年全年 7%，08 年上半年 CPI 见顶	09 年 4%
PPI	8、9 月份继续上升，能到 10%，但是不会过 10%	第四季度见顶回落	09 年全年持续下跌，看 3.5%
CRB 指数	中期看继续从 400 下跌到 350，全线看空农产品和金属	350 附近振荡，中期调整	目前尚看不清楚，依赖于全球再平衡的各经济体政策博弈
原油价格	110—120 美元附近波动，看空	100—110 美元，不排除跌破 100 美元，继续看中期调整	明年 70—140 美元，波动性增大，趋势目前尚看不清楚
10 年期国债利率	4.5% 附近	4%，利率有中期下降趋势	3.5—4%
RMB / USD	6.8—6.9 附近稳定，重新与美元挂钩	尚难判断波动性是否增加，稳定	09 年年底看 6.6—6.8
美元指数	检验 75 的压力位，并向上突破，处于中期向上的开始，主要是相对欧元升值	美元指数回升到 80—85 区间，为中期反弹。对欧元可看到 1.35 附近	长期尚看不清楚
M1 增速	7、8 月份会下降到 12% 附近并见底	第四季度和 09 年一季度 12—13% 附近徘徊	09 年一季度后上升，逐渐恢复到 15%
贷款增速	7、8 月份继续下降到 13%	逐渐上升到 15%，08 年 14.7%，放松信贷	09 年 15.7%，09 年信贷增长高于 08 年

我们采取宏观策略决定仓位，逻辑投资决定选股的方法进行投资。根据宏观策略，我们对 8 月份市场的判断是振荡，高点在 2900—3000 点，低点在 2500—2600 点，9 月份可能进一步下跌，奥运会后散户的悲观绝望使得众多质差股下跌空间仍然不小，我们的基础假设是中期底部在 2400—2700 区间。

8 月份，如果市场符合我们的判断，则最好的策略是空仓，如果市场出现超预期上涨（上过 3000 点），我们预判为也不加仓，主要是加仓时机未到，时机不符合我们上述宏观假定，如果我们错了，则根据宏观形势进行检讨再做出判断。如果市场走势低于预期，提前反映 9 月份情况，而因为时机未到，即使市场跌破 2500 点，我们也最多将仓位从 0 提高到 5—10 个点之间。在 9 月份随着宏观形势的进一步明朗，我们才将仓位逐渐增加。

尽管目前点位我们认为是中期底部，但是考虑到市场跌幅已够，而时机未够，因此我们

仍然维持零仓位，不过需要注意的是：我们认为宏观策略风险已经基本释放，剩下需要释放的是悲观绝望，和寻找市场向上的契机。

2008 年 8 月 19 日——市场有底

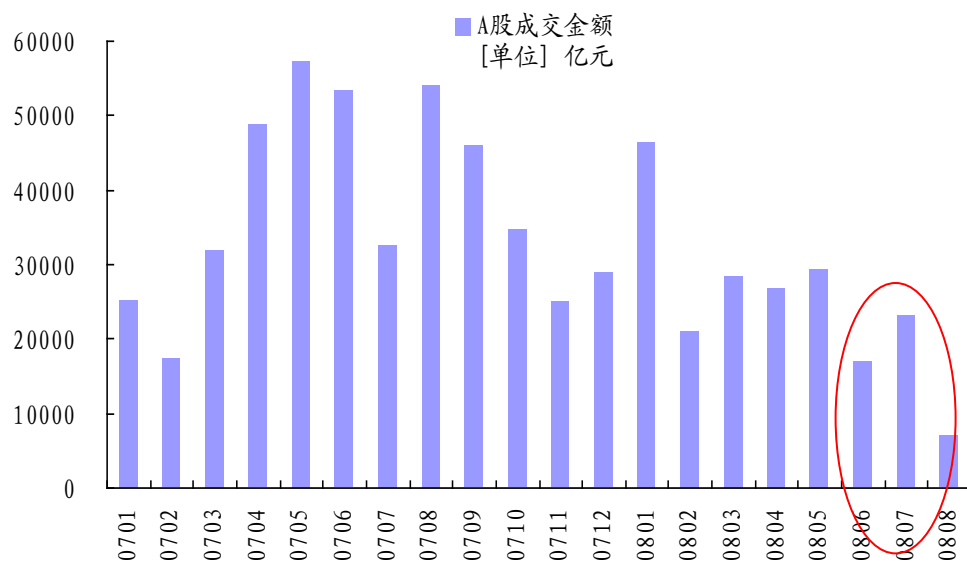
去年，A 股投资者特别喜欢关注 WIND 的新功能“小道消息”，到现在我发现投资者开始关心的是更新的功能“TOPVIEW 数据”，美其名曰“盯住资金流”。近期海外并没有值得大书特书的，那么我们也盯一下全球资金流吧。从全球资金流上看，资金开始从拉丁美洲和新兴欧洲流出，分别是 5.19 亿和 4.44 亿，特别是俄罗斯流出 2.39 亿美元。这导致俄罗斯股指大跌。

乐观的是，资金开始少量流入亚洲，特别是香港 H 股市场，理由是原油下跌，中国 CPI 下来，经济增长相对来说仍然很好，估值便宜。不过，具有讽刺意义的是，H 股涨幅不大，但是前几个月我们在宏观策略月报里不看好的越南（认为其经济硬着陆），自从我们不看好以后（想想也是，连八杆子打不着的中国同行都不看好越南了），越南股市在没有任何救市政策出台的情况下，已经从底部上涨 30%，并且上涨势头还在持续（和中国股市几乎同时见顶，经济情况远差于中国，但是现在已经见底两个多月了！）。这值得中国投资者反思。

图 17.2: 越南股指在一片硬着陆呼喊声中看起来见底了（至少下跌趋势被彻底扭转）

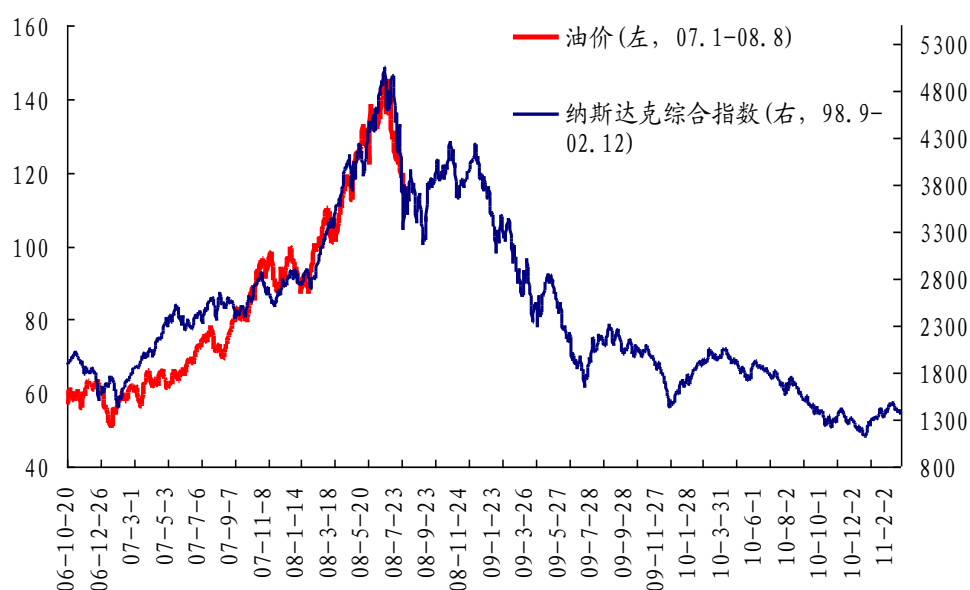


不过，A 股市场的资金流应该仍然不容乐观，交易越来越低迷。
图 17.3: 市场交易量下降很快



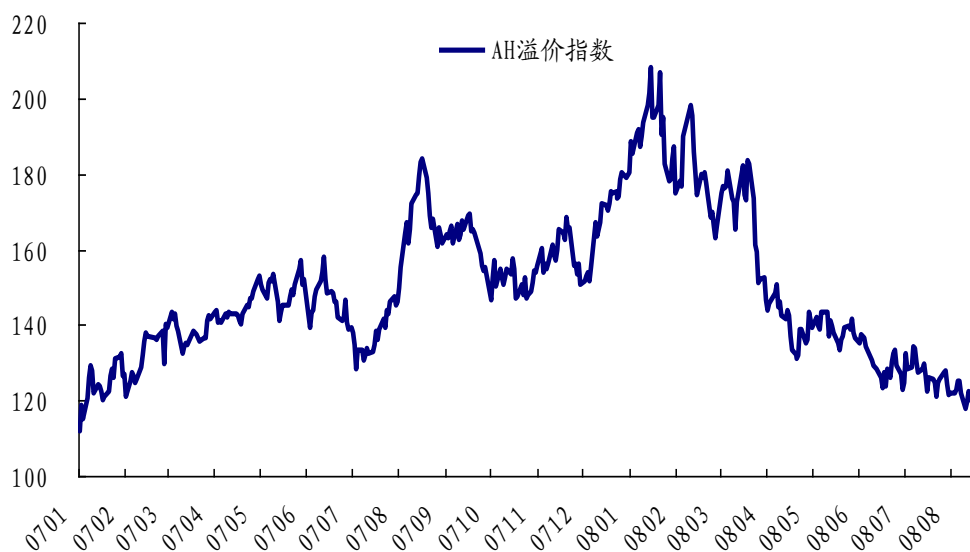
说起利好因素油价下跌，现在有海外投资者开始将原油价格走势和 NASDAQ 泡沫走势模拟，认为原油是个泡沫，正在破灭。但现在还没有人相信。不过去年有人把 A 股指数和 NASDAQ 泡沫走势模拟，认为 A 股泡沫将破也没人信。继续狠狠的做空原油！而对于美元，我们现在先只看美元是类似 2005 年一样的中期反弹。

图 17.4: 原油价格会破灭吗？没有人相信，但我相信



截至 8 月 15 日，25 家公司跌破净资产，有点 2005 年初的感觉，2007 年增发公司 231 家，目前低于增发价的有 154 家，占总数 66.67%，257 家公司 IPO，63 家跌破发行价。另外市场交易量极度低迷，AH 股溢价基本消除。

图 17.5: AH 股溢价指数迅速回归



我们认为在外需放缓和成本高企的背景下，政府在本轮经济周期上前期紧缩过度，因此，在周期性政策上，政府必须修正。

在促进长期结构性经济增长的政策上，政府也犯了错误，奥运会之后也存在一个纠错过程。请看下面的数据“在中国，2007 年国家财政税收总体相比 1995 年增长了 5.7 倍，平均每年上升 16%；而城镇居民人均可支配收入在 12 年里增长了 1.6 倍，平均每年增长 8%；农民人均纯收入增长 1.2 倍，年均增长 6.2%（数据均已去除通胀率，且这里所讲到的收入不包括资产性收入）。显而易见，政府享有了改革开放带来的主要受益，而农民得到的份额最少。再看资产性财富的分配。据统计，差不多有 76% 的资产性财富掌握在国家的手里，只有大概 1/4 的资产性财富在民间。而据一些研究机构前几年做的估算，到 2006 年年底，国有土地的总价值差不多是 50 万亿元人民币，11.9 万家国有企业资产总计约 29 万亿元人民币，两部分财富加起来，国有资产的价值约 79 万亿。再看民间，到 2005 年年底，全国城镇居民的总资产价值 21 万亿左右。”“财富主要集中在政府手中并被无效率使用，其结果就是，所谓的刺激消费内需很可能成为空谈，政府主导的投资效率很低。”

因此，我们认为政府之前占据了太多，需要将财富重新分配给居民和有效率的企业，这对中国中长期经济增长是非常正面的。有研究表明，发展中国家的产业升级中政策因素影响最大，中国目前迫切需要产业升级（一方面是制造业高端化，一方面是服务业现代化），而这需要与出口导向政策不同的政策安排。

政府占据财富分配的大头只能使得市场经济运行不规范。政府已经对此有深刻认识，否则也不会提出“和谐社会”和“科学发展观”。而我们认为奥运会后是中国行政体制和经济体制改革的最佳时机（从政府行为分析来看，政府也这么认为），奥运会请来诸多海外元首，未来一段时间国际关系有望缓和，奥运会提升了中国人民的凝聚力，因此改革更容易施行。

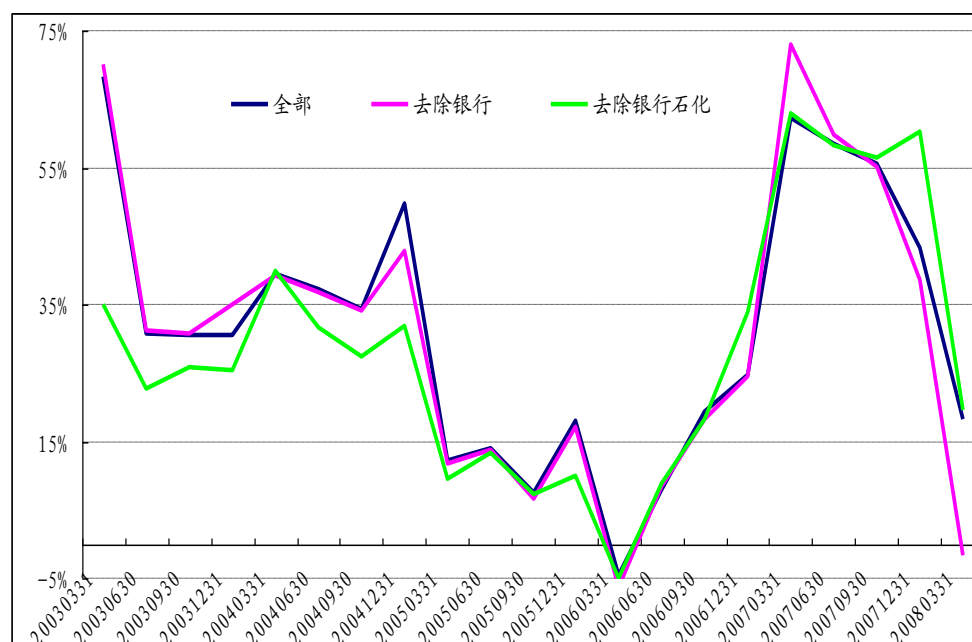
这就是我们认为的改革红利，在经济周期减速过程中，仅有中国才会出现改革红利，并且提供了丰富的投资主题，其他国家则没有那么幸运。

如果市场继续下跌（假如出现改革红利落空的最悲观情况——当然这不符合我们的判断），市场还有底吗？

下图是从 2003 年以来上市公司（整体、去除银行、去除银行石油石化）业绩季度同比增长。可以看出，过去五年里，仅 2006 年第一季度上市公司业绩同比出现负值，而市场则提前两个季度的 2005 年年中见底。2008 年第一季度，剔除银行股的上市公司业绩已经出现

负增长。如果考虑到银行股,我们认为 2009 年第二季度前后上市公司业绩单季度可能为负,而市场应该提前见底,也就是今年第四季度或者 2009 年第一季度。这是在没有改革红利判断下见底的时间判断。

图 17.6: 上市公司单季度利润增长



从空间来看,市场也是有底的,是产业投资者决定的并购整合。目前已经出现这类苗头。姑且不说像张江高科这类大股东增持上市公司股票的案例,以及海螺水泥购买冀东水泥股票的案例。我看到的新闻资讯:“化肥企业形势严峻,客观上为一些实力比较强的企业提供了扩张的机会。湖北宜化半年报显示,今年 1 月,成功收购湖北香溪化工有限公司 55% 的股权,交易金额为 1 亿元人民币;2 月,收购鄂尔多斯联合化工有限公司 51% 的股权,交易金额为 5.1 亿元。”我们认为市场再下跌 20% 会有更多公司跌破净资产,明年并购重组投资主题将真正大行其道。因此,现在来看,市场下跌空间也是有限的。

我们现在需要预判,如果市场上涨,看好什么,不看好什么?策略研究员张堃提供了一些行业相对沪深 300 指数的历史走势图,我们觉得历史经验值得借鉴。如果行情起来,根据历史数据,难以上涨的是:农业、煤炭、医药和建筑建材。初期具有机会的行业:机械设备行业、食品饮料行业、银行业、证券业。根据历史和现实,具有领先作用,但是尚不确定的行业包括:房地产行业、有色金属行业。表现持续落后市场的包括:电子元器件、汽车制造行业。不过这只是过去几年的统计。

从自下而上的数据来看,经济减速迹象明显,很多投资者会问“既然经济数据无论好坏,市场都理解为坏,那市场还能上涨吗?”。当然可以,最终是“钱”来说话。因此,我现在更关注央行公布的金融数据。

尽管市场跌破我们认为的中期底部 2400—2700 区域。目前的市场呈现极端的非理性,这种下跌很难持续,我们不希望受到市场极端情绪的影响(这种影响从来都不是正面的),我们按既定方针办:考虑到 9 月份以后的纠错性行情,我们会开始逐渐建立仓位。

上周,我们阅读了 1200 篇各机构行业公司研究报告(当然重点是我们研究所的报告),来寻找投资机会和修正我们对行业的看法。第一个感觉是牛市重势,熊市重势,因此,我们坚决回避忽悠投资者的概念型股票(引用我们地产行业研究员报告里的话是:牛市中好公司不一定是好股票,熊市或平衡市中好股票必定是好公司,好公司也必将是好股票)。第二个

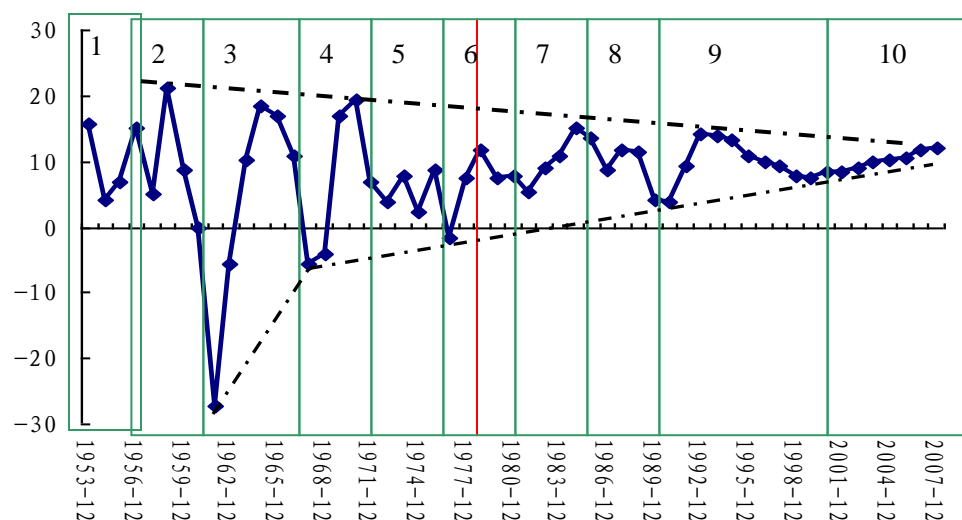
感觉是太多股票真便宜呀,当然前提是明年业绩不会大幅度下滑(今年的业绩下调空间有限,基本上估值可以确定)。

2008 年 8 月 27 日——增强信心

我们和市场在以下三个观点上有较大差异

1、市场认为经济将向下大幅度波动,而我们认为:在政府出色宏观调控下,宏观经济周期越来越平滑。向上的波动受到抑制,而向下的波动也同样。这需要看 60 年的大趋势(注意,这是 GDP 数据,不是股票价格走势,千万不要应用技术分析将该图当成三角形向下突破。)

图 17.7: 中国的经济周期越来越平滑



2、市场认为,期望政府让利于民是不可想象的,谁会吐出来到嘴的东西呢?而实际上,政府在做相反的事情。近期存在大量的新闻例证。我们认为政府越早释放“改革红利”让利于民,越早改革不适合经济发展部分的行政体制,经济增长将更依赖于消费,更健康,经济增速就越平稳,就越不需要在经济硬着陆后通过低效率的固定资产投资来刺激经济。不过,市场对此好像均视而不见。短期意味着风险,中期意味着机会。

3、市场认为,产业升级中短期不可能成功,因此也没有牛市。

市场过度下跌,一般都是把对未来的过度悲观贴现到现在。最大的悲观是,很多投资者认为中国根本没有能力进行产业升级(高端产业都被美日德所把持),这也是他们不断砸盘卖股票的重要原因——忽然对中国长期发展非常绝望。产业能否升级和市场涨跌关系不大。上述的悲观观点可以转换成:因为中国比美日德的落后,而短期我们追赶不上,因此我们绝望,我们要卖股票。于是问题就转化成:未来几年中国出现不了赶英超日的产业升级,股市就一定没行情吗?——如果这样,除了美日德外,基本上就应该没有上涨的股市了,可实际情况并不是这样。过去十几年,中国也没有实现赶英超日,但是股市也从 100 点上涨了很多倍。而有些产业,中国公司在技术上与国际保持同步,但是盈利能力并不强,因为竞争过于激烈。而贵州茅台酒没有“产业升级”过,但是上市以后是个大牛股。

把产业升级和股市扯在一起是无稽之谈。不过每隔一些年,投资者总会有一些“产业升级”的故事来刺激股票市场出现“泡泡”。

中国的产业一直在升级,现在的问题不在于产业能否升级问题,而在于产业结构失衡问题。中国的产业一直都在升级,80 年代之前,中国的产业普遍落后。改革开放以后,中国从简单出口加工、轻工业一直到重化工业,产业一直在提升,这是有目共睹的。中国产业的

真正问题在于，由于之前政策上的偏差，中国产业过于强调出口创汇和大规模投资，使得简单消耗人力的出口加工工业和消耗大量资源、造成大量污染的重化工业占总体产业的比重过大导致产业结构被严重扭曲。

我们认为，解铃还须系铃人，政府已经意识到这个问题，并已经开始逐渐改正，长期来看，只要政策到位，产业结构失衡并不难被扭转。我们的观点是，只要全球技术革命没有大的突破，美日德的现有众多技术壁垒都会在未来一些年内被中国公司一个一个攻克。

对于国内经济，共识是经济下滑，但是差异在于是周期性的调整（明年结束），还是系统性的衰退（持续 5 年）。即使现在很难有定论，但是有一个共识，特别是实业投资者那里是：今年第三季度是全年业绩表现最差的季度，第四季度随着政府卡脖子不那么利害（甚至会放松），第四季度业绩会反弹。

从二级市场本身，上周我观察到，尽管大小非在减持不少上市公司，但是对于真正的产业投资者，五矿公司在增持厦门钨业。厦门钨业 8 月 16 日公告：第二大股东五矿有色（原持股 20.58%）及其一致行动人五矿投资近期通过上交所集中竞价交易增持公司流通股 34110126 股，增持比例 5.00%。截至 8 月 15 日，二者合计持有 174445386 股，持股比例升至 25.58%。五矿系声称其增持是因为看好厦钨的发展前景和投资价值，12 个月内暂无继续增持或处置现有股份的计划。但不排除股价偏离厦钨实际价值或实际情况变化时，在此期间或其后继续增持或减持。

五矿有色和厦门钨业之间有巨大合作潜力空间。五矿有色的钨业务侧重于上游钨矿业务，而厦门钨业侧重于下游钨加工业务，双方的业务存在明显的互补性，这一点从厦钨每年与之较高比例的关联交易可以看出。目前厦钨的股价显然已经触动了产业资本敏感的产业投资神经。而从厦门钨业的估值角度来看，并不比很多其他股票更具有投资价值。看来，纯粹是五矿系根据自己的实际产业体会觉得厦门钨业有价值，而不是根据金融投资者使用的各种相对比较的估值指标来判断的。

图 17.8: 根据公告数据推算，五矿系本次增持平均成本 10 元/股左右



说起产业投资者开始买股票，也很正常，毕竟这次 A 股下跌不到一年跌幅最大超过 64%，从杀伤力来看已经可以排到全球大型股市中杀伤力排名第四。

表 17.2: 全球大型股市杀伤力最大的三次下跌

	下跌开始点位和时 间	下跌结束点位和 时间	持 续 时 间	最大幅度
--	---------------	---------------	------------	------

美国道琼斯指数	29 年 7 月 343	32 年 8 月 42.8	3 年	87.53%
日本日经指数	90 年 1 月 37189	03 年 4 月 7832	13 年	78.9%
美国 NASDAQ 指数	00 年 1 月 3940	02 年 9 月 1172	32 月	70.25%

综合来看，我们借用一位欧洲投资者的看法总结我们的观点：现在买入中国股票持有 12 个月，肯定赚不少。但是如果不能容忍 10% 的损失，现在能不能买入中国股票则没人能说清楚。没办法，在欧洲，投资者是高卖低买，但是在中国，投资者都是趋势投资。根据宏观策略和市场特征，无论现在投资者有多么绝望，我们继续坚持底部很快就出现，大盘权重股，特别是银行股最先见底。

上周，我们阅读了 500 篇各机构行业公司研究报告（当然重点是我们研究所的行业公司报告，大约超过 60 篇），来寻找投资机会和修正我们对行业的看法。主要的感觉是行业研究员仍然看不清明年的业绩，或者对明年的业绩分歧较大，但是今年业绩似乎已经尘埃落定，三季度业绩为全年低谷，四季度有好转。看到一个好公司：合兴包装。

包装行业很难出现高速成长股，不过这次我们研究员说服我，认为合兴包装就属于包装行业的高速成长股。

首先是其竞争力评述。第一，公司建立了一整套针对自身的标准化生产模式，对于瓦楞纸箱生产中厂房、生产线、机器设备、仓库的设计和布局、工人的安排及生产都进行量化，从而形成了标准化的生产和经营。此模式具有可复制性，使得公司能快速切入新市场。

表 17.3: 标准化工厂模式

标准化项目	成效
生产厂房及生产线的设计	减少新建工厂和安装生产线的时间，以快速切入新市场，同时降低运营成本
技术工人操作和培训	在较短时间内获得客户的合格供应商资质认证
采购、生产、销售、财务管理	低成本、高质量地完成投产、生产、销售全过程
办公自动化信息系统	综合协调管理，提高生产效率

第二，质量和服务非常出色，凭借其可靠的质量和优质的服务，成功锁定大客户，毛利率逐年提升。

其次是成长路径描述，目前国内纸包装行业的集中度非常低，合兴包装销售规模在国内排在 6 名左右，但其市场份额仅占 0.5%，我们认为凭借公司相对的竞争优势，未来几年保持较快的增长是有其现实条件的。

第一，公司跨区域布局取得成效。公司在巩固优势闽南市场的同时，正在迅速开拓南京、武汉、成都市场。

第二，产能因为募集资金项目，未来几年不存在瓶颈。

最后，从过去的财务指标和现场调研来看，都比较出色。

不过，从业务模式来看，该公司成长不具有几何级别，毕竟是需要等量新厂投入换取等量利润增长。但是，考虑到其竞争优势和成长空间，未来几年每年 40% 的增长应该可以看到。目前 08 年 PE 20 倍。具有不错的安全边际，投资者对该公司成长性并没有充分认识，我们认为可提高对该公司的关注度，如果股票价格进一步下跌，则果断买入。

2008 年 9 月 2 日——宗教就是这么来的

对于全球经济演进格局，我们在每日酷图中曾经说过存在全球大衰退（最悲观）和全球再平衡（最乐观）情景。从目前的发展格局来看，还有一种情景值得关注，就是全球大博弈。

关于博弈论的一本很好的（没有复杂无用的数学模型）案例型的书是《策略思维》。不

过，这里不想用的复杂的分析方法，只假定两阶段两方博弈。

第一阶段博弈，美国为了稳定经济和金融，选择了非常宽松的货币政策，和可能会更宽松的财政政策（措施未定），其他国家在这种情况下被动选择紧缩政策防御。这可以导致可解的“纳什均衡”。

表 17.4: 全球第一阶段博弈

		美国	
		紧缩	扩张
其他国家	紧缩	(+, -)	(+, +)
	扩张	(-, -)	(-, +)

在这种情况下，一方面通胀最终会传导到美国，另一方面，各国也需要刺激经济。于是全球第二阶段博弈开始，这存在两种可能。

第一种是，美国在第一阶段放松后，开始适度紧缩，而其他国家则开始放松，在这种情况下，美国进入加息周期，美元持续升值，其他国家经济恢复，通货膨胀受到遏制。第二种是，美国经济仍然没有恢复，仍然维持扩张政策（或进一步扩张），其他国家也采取扩张政策，这造成的后果是短期经济增长可能强劲，但是通货膨胀越来越剧烈。

表 17.5: 全球第二阶段博弈可能之一

		美国	
		紧缩	扩张
其他国家	紧缩	(-, +)	(+, -)
	扩张	(+, +)	(-, -)

从全球流动性表现来看，目前商品被高估，证券和信用被低估。而商品的高估正在回归正常（预期其他国家的衰退）。如果，进入第二阶段博弈的乐观情景，证券和信用有望回归正常，而如果进入第二阶段博弈的悲观情景，证券和信用或许能够回归正常，但是在博弈结果混乱的情况下，流动性更能够助推的是全球一轮一轮的通货膨胀。

没有人能够预期未来的世界格局确切演化路径，这是当下最令投资者困惑的，因此市场风险溢价提高，波动性增加成为常态（不过，在博弈中，美国占据先机）。投资者采取的最好策略应该是能够进行期权避险，但是国内金融创新远远不够。

对于国内宏观策略，投资者需要关注下面的信息：不要和巴菲特作对手盘。前期看到一个美国对冲基金经理写的文章，他是博弈派思维，他认为可以和大众博弈，有很大赢面；可以和黑石博弈，也未必输；可以和热门财经主持人吉姆克拉默博弈，应该会经常赢。但是不要和巴菲特作对手盘。

他肯定是有教训才发感慨，不过国内的投资者可能教训还不够，去年当巴菲特卖中国石油的时候，多数国内的投资者认为巴菲特是错误的，而在买中国石油。近期，在国内投资者一片悲观的时候，巴菲特接受了美国 CNBC 电视台采访。并再三谈到对中国行情的看好。巴菲特透露，不久前他曾报价 5 亿美元想购买一只中国股票，但是遭到拒绝。巴菲特没有透露这只股票的名称和行业，但肯定地说，“这是一笔非常棒的交易，在环境适合的时候，你会看到我们在那里大规模投资。”

下面的对话值得关注：

主持人：但事实上，沃伦，你知道的，当我们在中国的时候，那里的每个人都在谈论中国的经济发展会减速，因为全球经济在减速，你知道的，他们的出口商品就卖不掉了。他们的经济不是正依赖于出口吗？他们的很多公司是一种封闭经济，中国人只和中国人谈生意，我很想知道你是怎么看的。

巴菲特：嗯，我想他们的经济不会出问题，谁会知道经济会不会过热？谁能知道通货膨胀为什么高企？就像是美国，未来半年或一年发生了什么并不重要，重要的是未来十年会发生什么。我们会好起来的，而关键在于，中国人会做得更好，因为他们的起点比较低，但是在过去的 20 年里他们学会了很多商业的精髓，以及如何发挥人类的才智，虽然这些是美国早就已经知道的。关键是，他们学习的速度非常、非常、非常快。

跌破 2245，是否预示着“新范式”的破灭？海外投资者，特别是对冲基金非常关注“新范式”，该概念的含义是说，如果一个价格走势上涨突破一个长期区间后，并且回调不跌破前一个区间的顶部，则可以说这个价格走势开始跨区间进入一个新区间，对应的新区间的故事也就是“新范式”。如果跌破原来区间高点，则证明没有新范式。

上证指数 2006 年下半年突破 2001 年高点后，进入了一个新的运行区间，但是本轮下跌过于剧烈，现在基本要检验 2001 年的高点了。而如果 2245 点跌破是否意味着股价有继续向 1000 点的老运行区间下轨靠近的趋势呢？是否意味着，这个 06—07 年以来的上涨是虚幻的？

图 17.9：上证指数近期要检验“新范式”



如果这样，是否意味着我们前期依据各种理由判断的 2400—2700 的市场底部是荒谬的？在困惑中，本研究所所长李迅雷给了策略这里很有哲理性的建议。不要过于迷信新范式和 2245，价值才是关键（而巴菲特已经在中国市场看到了些价值）。——“原来宗教就是这么来的（本文注：因为过于迷信），如果把金字塔当成是外星人建的，那么，有关尺寸的神奇发现就更多了。过去有家闽发证券到陆家嘴去找办公地，恰好有一层楼（34 层），没有租出去，于是他们就毫不犹豫租下了，因为这 3、4 就是音符中的米、发（闽发），真似天为他们留下这块宝地。结果他们还是破产了。3、4 是否也可以读成摔死？”

作为策略分析员，应该在投资者乐观的时候，把乐观的理由阐述的更清楚，同时还要站在对立面，寻找挖掘是否存在不乐观的因素，同样，在投资者悲观的时候，把悲观的理由阐述的更清楚，同时站在对立面，寻找挖掘是否存在不悲观的理由。

今年投资者忽视了明年的“投资故事”。多数投资者接受了中国经济今年胀、明年滞的观点。关于明年的滞，我要提出一些相反的观点。今年是政府换届年，投资者预期地方政府的固定资产投资增加，但是由于中央宏观调控等原因，今年的固定资产投资增速并没有起来。但是，这是否意味着地方政府促进地方经济发展的动力丧失了？

绝对没有！我认为地方政府正在为明年地方经济的大发展布局。我通过看新闻就可以随便举出几个例子。

第一个：上海将启动三大强力经济刺激政策

<http://news.sina.com.cn/c/2008-08-26/010216171081.shtml>

评论：国务院常务会议 08 年 8 月 6 日审议并原则通过《进一步推进长江三角洲地区改革开放和经济社会发展的指导意见》，意见提出，长江三角洲地区要继续推进重大改革试验，加快建设统一开放的市场体系。会议对长三角提出了十项重点工作要求。此外，国务院还强调，长三角要全面推进工业结构优化升级；大力推进自主创新；加快转变外贸增长方式，提高利用外资质量。看来，明年上海要大干。

第二个：重庆万名官员“强化”经济课五本书

<http://biz.cn.yahoo.com/08-08-/12/rreu.html>

评论：上万干部学习“经济”，为了什么？可想而知，大家学成五本真经后，必然大干快干，领会中央政策，进行区域产业升级。这五本书是《宏观经济》、《微观经济》、《国际贸易》、《国际金融》、《国际投资》。

现在是熊市第二阶段还是正在筑底？

我们认为，市场在下跌超过 60% 以后，熊市的第一阶段已经过去（这也应该是市场的一致预期）。但是存在较大争议的是：熊市是否还存在第二阶段（特征是市场低位振荡，个股严重分化，例如 2003—2005 年），还是开始构筑底部（意味着未来存在较大的上涨机会，而优质股应该领涨）。

我们认为，能够搁置争议的部分是两者的交集：优质超跌股应该止跌，并可能存在重新评价的机会。

我们这里给予投资者思考的是：是否存在未来即使经济五年持续下滑，但是股市下跌空间也有限，甚至可能会出现上涨？我们认为这是可能的，理由在于，如果出口、投资和消费都没有机会，政府货币放松后，资金除了部分出逃海外，可能进入资本市场，这类似于 1998—2001 年股票市场的走势。

并且我们认为，在近期开支出台刺激中低收入人群消费的政策外，如果经济进一步下跌，政府可能通过强力刺激股市的政策，扩大中产阶级的财产性收入来刺激消费。

我们认为，市场构筑底部必须具有逐渐宽松的流动性，上半年的下跌来自央行的过度紧缩。随着外汇储备增速的回落，在经过央行对冲后，外汇储备带来的货币增量为负，08 年上半年累计值为-3375 亿元，已有些过度紧缩。

图 17.10：08 年上半年央行对冲过于充分



注：图中橙色为全年累计值

如果外汇储备增长乏力且对冲力度不放松，下半年的货币增长将不得不依赖于贷款。以增加 5% 以后的 08 年贷款总额度 3.81 万亿计算，未来 5 个月每个月的平均贷款增量为 1958 亿。贷款增速将在 13.5%-14.5% 之间徘徊。

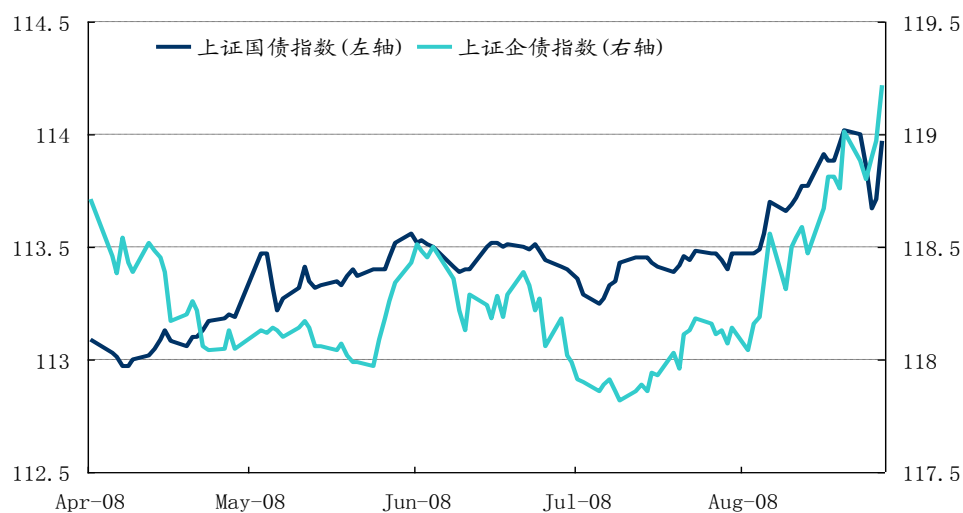
我们认为下半年随着外汇储备的放松，将会出现货币政策的松动和贷款额度的进一步放松。两者力度的不同将对市场产生不同的影响，因为股市和债市的资金是割裂的。如果公开市场操作下降和准备金率下调但贷款额度只有小幅增长，将非常利好债券市场，但对股市利多有限。如果公开市场操作力度不变而贷款额度大涨，则更利好股市。

流动性逐渐宽松的两个证据：央行 7 月份金融市场运行数据和债券市场走势。

1、央行公布的 7 月份金融市场运行数据显示，7 月份货币市场利率整体回落。同业拆借加权平均利率为 2.69%，较上月下降 38 个基点；隔夜拆借加权平均利率较上月下降 36 个基点，7 天品种加权平均利率较上月下降 41 个基点。7 月份，银行间债券市场回购利率整体下降。质押式债券回购加权平均利率为 2.76%，比上月下降 32 个基点，较 1 月份下降 5 个基点；质押式债券回购 1 天品种加权平均利率为 2.50%，比上月下降 31 个基点。同业拆借市场利率和债券回购利率的下降，都表明了 7 月份的货币市场流动性状况较此前有了较为明显的宽松。在我们看来，这既与 7 月份处于第三季度首月，使得流动性受央行信贷额度按季度控制措施的影响明显，也反映了央行开始放松紧缩货币政策对主要金融机构流动性的改善作用。

2、债券市场 7 月底开始的上涨显然和公开市场操作力度减弱和对货币政策放松的预期有关，债券市场比股票市场对货币政策更加敏感。

图 17.11:7 月底开始债券市场大幅上涨



宏观策略分析主要假定的修订:

图 17.12: 上市公司中期业绩同比增长 15.87%，扣除银行股后，连续两季度负增长

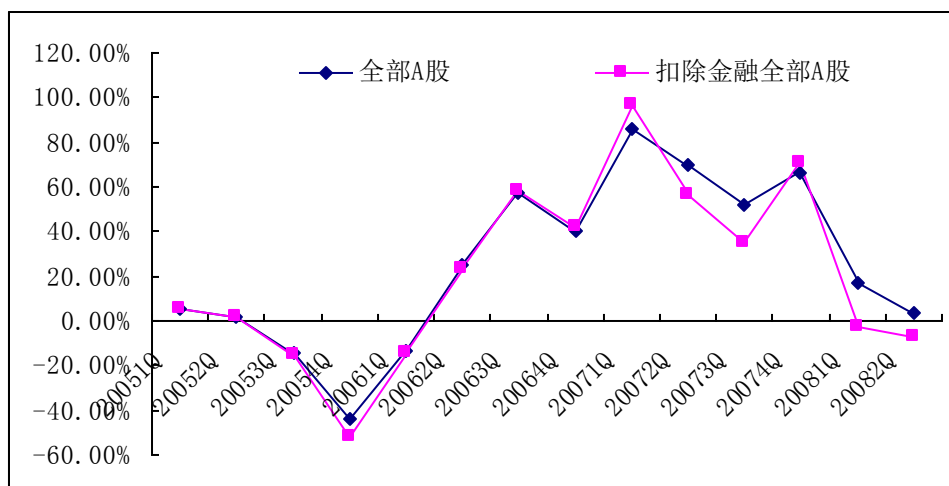
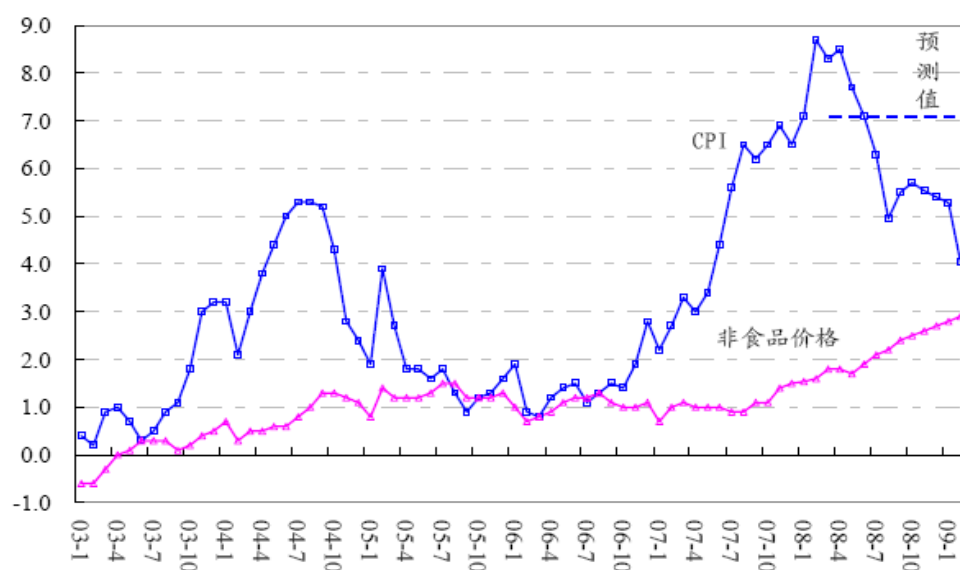


图 17.13: 国泰君安研究所最新的 CPI 走势预测更正



上述投资策略的观点是：全球再博弈正处在从第一阶段向第二阶段转化期，未来将越来越有利于中国；巴菲特表示要买中国股票的时候，不要轻易卖出；投资者忽视了明年地方政府主导的产业升级；7 月份流动性已经开始适度放松；上市公司业绩三季度全年最差，CPI 持续下跌，PMI 显示制造业衰退。

我们继续坚持底部在 2400—2700 区域，大盘权重股，特别是银行股应该会最先见底。第四季度市场回暖幅度倚赖政策面的“红利”程度。基于此观点，本周我们开始加仓。

随着中报接近尾声，点评类报告渐少，深度研究报告渐多。不过绝大多数研究员对自己所处行业仍偏于谨慎。近期，零售类，家电类，食品饮料类股等表现一片惨淡。主要是投资者担心这些股票的估值和对未来业绩的深深担心导致。

选择跌幅大的周期性行业配置，还是坚守消费类股票，这是配置型基金现在遇到的关键问题。但是对于周期类股票，全球同质性很高（比如造船，比如钢铁有色），尽管目前估值水平已经与国际接轨，业绩预测方面需要更深入判断才行。周期性股票肯定存在纠错性机会，但是何类表现较佳，目前尚难看出。

2008 年 9 月 16 日——囧 (jiong)：该字含义（看似窘迫，实为光明）

最近随着 A 股下跌，投资者都认为中国股市要重复美国 1929 年的走势了。A 股市场的下跌已经是股灾。我们年初判断，A 股市场可能有周期性调整，大约到 4000 点，可是到了 4000 点后，市场远远没有企稳，我们认错看 3000 点的系统性熊市，但是 3000 点也没有企稳，而是出现了股灾的走势。因此，现在，先不用谈基本面，而是通过分析历史上各国股市股灾的走势，看看 A 股的未来。统计上，股灾都是第一年迅速下跌，然后价值投资者、产业投资者和反向投资者大量入市。市场突然性 V 型反转，至少上涨 50%—100%，然后进入第二阶段，主要是个股分化阶段。

图 17.14：越南股市已经反弹最多 50%

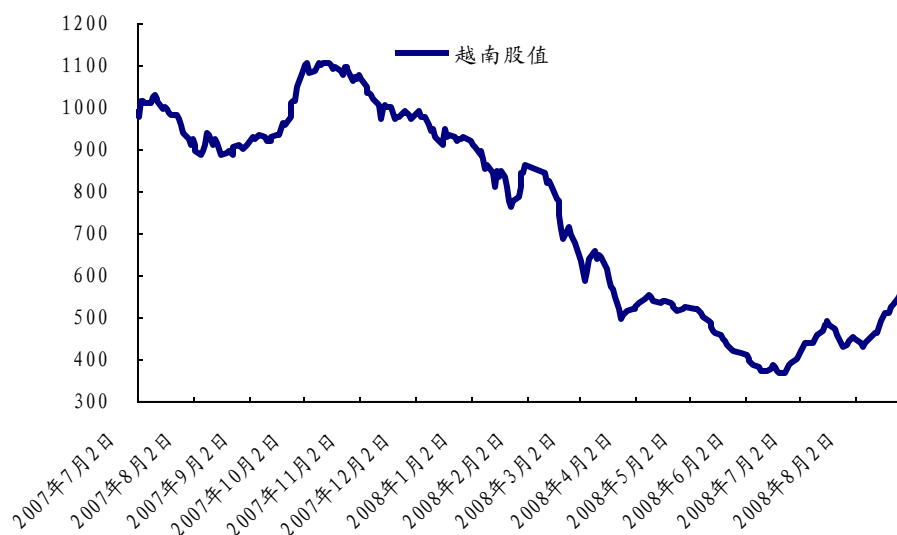
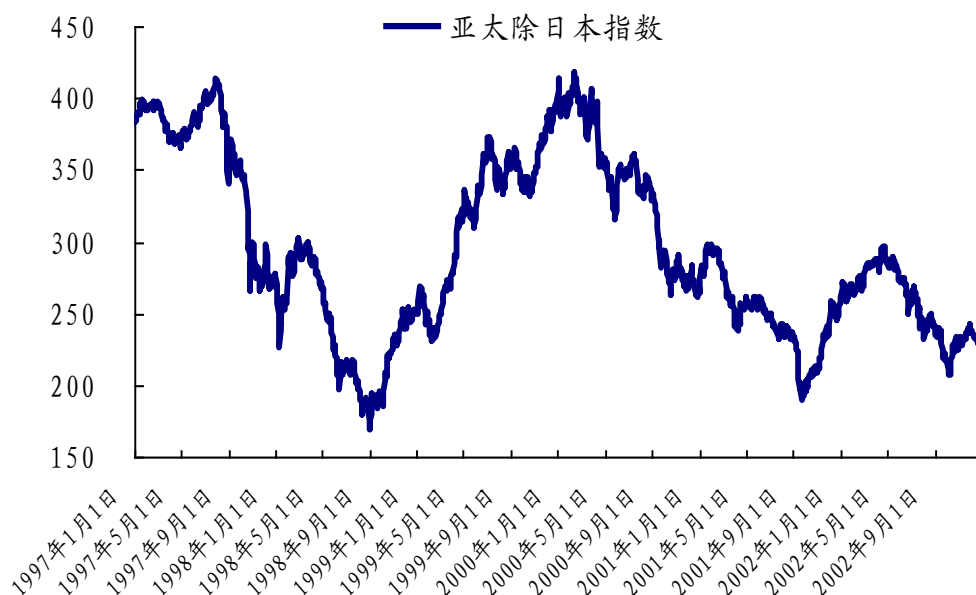


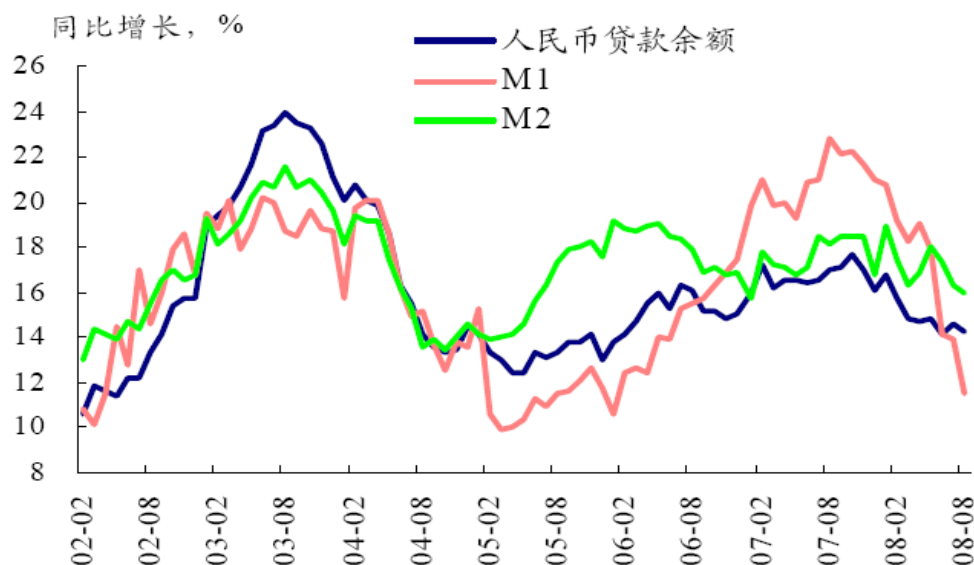
图 17.15: 97 金融危机后亚洲股指走势也是 V 型



我们建议投资者不要妄言中国经济崩溃，我们认为经济只是回到 9—10% 的增长区间，并能够持续维持。我们认为市场随时会发生 100% 的上涨，并且是 V 型的。

支撑我们看好后势的基本面原因有两个，第一，我们认为流动性 9 月份见底，10 月份回升，这从 M1，信贷，债券市场和货币市场均可以观察得到，前提是投资者不要有被恐惧所支配的动物精神。

图 17.16: 8 月份 M1 同比增长 11.5%，我们认为 9 月份见底



地方经济发展未来将如火如荼，投资者居然视而不见。这里仅进行举例（上期我们举了上海和重庆，明显的还有天津）。这期是广东、山东和河北。

1、广东。在7月4日召开的广东重点项目建设工作会议上，广东启动了被称为“新十项工程”的庞大政府投资计划。按照规划，新十项工程计划在222个项目上投资总额达22770亿元。这也是继2003年“十项工程”建设之后，广东省政府再次提出“以大投入带动大发展”、“以新一轮基础设施建设推动新一轮大发展”的口号。与2003年的十项工程相比，新十项工程在交通、能源、环保、文化等方面与其一脉相承，并调整增加了现代服务业、先进制造业、产业转移等工程。其中，投入最大的是交通运输体系工程，共71项，计划总投资6472亿元。

2、山东。制造业大省山东也抛出了庞大的技改投资。今年上半年，山东省经委推出了537个重点技术改造项目，总投资1065亿元，其中高新技术项目132项，占总数的24.6%，总投资199亿元，节能环保和资源综合利用及相关产业项目102项，占总数的19%，总投资138亿元。三者相加，占全部项目的43.6%。由此拉开今年大规模技改投资的序幕。8月，山东省出台了《关于加强企业技术改造实施工业发展新特优工程的意见》，确定以信息技术改造轻工等九行业，重点构建汽车等七大装备制造业产业集群，改造提升纺织服装等十二大传统产业。《意见》规划，到2012年，山东全省技术改造投资年均要增长18%以上，占全省固定资产投资比重达到35%以上。以山东省2007年全省固定资产投资12537.02亿元计算，仅技改投资一项，山东每年的投资量将大约保持在4388亿元左右。

3、河北。河北省也在酝酿雄心勃勃的具有“里程碑意义”的大规模城建工程。自省会石家庄到十个中心城市，再到全省县城乃至乡镇，都将在“三年大变样”的城建目标下实现城市品位提升。此次大规模的城建工程预计总投资7000亿元人民币。仅省会石家庄市就需1400亿元，而政府出资240亿元。除去政府投资外，河北省已要求各地打开城门吸引有战略眼光的投资者，实现资金投入市场化运作。

我们认为明年中国内需将远远超过预期。投资机会非常丰富。短期，我们认为市场随时V型反转，个股普涨，然后才会逐渐分化。中期，我们有三条选股线索：

第一条是“纠错性组合”，站在经济周期和行为投资的角度选择目前被低估，明年可能超出预期的组合。

第二条是政府系统性改革和投资刺激下的“改革红利”组合。我们提出结构性改革是方向，周期性政策是保障。

第三条是新业务模式组合。

综合判断为，市场底部，加大建仓力度！在各地方政府主导的产业升级大投资背景下，明年经济一点也不悲观。

结合我们的 V 型反转走势，如果希望了解哪个行业表现好，印度和越南可供参考。印度市场从 7 月 16 日到 9 月 9 日，反弹了 17.6%。反弹力度较大的是金融、公用事业、工业与可选消费。越南市场从 7 月 16 日到 9 月 9 日，反弹了 40.6%。反弹力度较大的是油气、材料、消费服务、金融。

2008 年 10 月 8 日——转换思维向前看

在国庆长假期间国际市场因为美国救市计划再次陷入了严重恐慌（到现在才恐慌，而中国市场已经恐慌了大半年，可见美国市场的投资者是多么麻木，中国市场的投资者是如此敏锐，这样看来，21 世纪确实是中国人和中国投资者的世纪）。

表 17.6: 国庆长假期间主要事件

9 月 27 日	美国 2008 年大选，首轮总统候选人辩论会。民调显示，由于民众对于经济问题的关注，奥巴马被认为是能够带领美国走出经济困境的人
9 月 28 日	美财长保尔森与众议院发言人 Pelosi 就救市计划达成临时协议 富通集团被比荷卢三国共同注资
9 月 29 日	紧急经济稳定法案在众院投票中以 228 对 205 票以外被否决 美股暴跌 花旗银行在 FDIC 的债务担保下宣布收购美国第四大商业银行 Wachovia 银行 德国 Hypo 不动产银行,英国 Bradford & Bingley 银行濒临倒闭，接受政府救助
10 月 2 日	参议院再次投票，74 对 25 票通过修改后的救市方案 美国最大的储贷机构 Washington Mutual 倒闭
10 月 3 日	美国 2008 年大选，首次副总统候选人辩论会。民调显示，尽管共和党候选人 Palin 成功通过辩论考验，但是民主党候选人 Biden 仍然在辩论中胜出
10 月 4 日	众议院第二轮投票，263 对 171 票通过了修改后的救市方案 布什总统签署 2008 年紧急经济稳定法案生效 Wells Fargo 银行与花旗银行竞购 Wachovia 银行

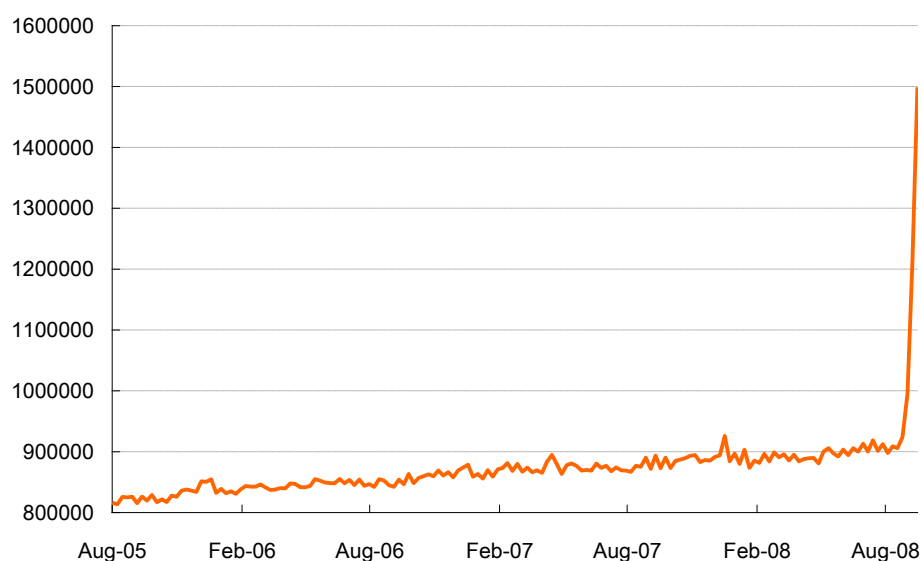
我们认为保尔森的方案没有能够完整通过国会是个莫大的遗憾。其方案的实质是让市场相信存在一个“最终购买者”，从而打破投资者由于恐慌而抛售资产，进而进一步增加对金融机构恐慌的恶性循环。为了达到这个目的，保尔森并不一定需要用完 7000 亿，甚至纳税人最终都不一定会发生损失，但是他必需要有能够没有限制地动用这七千亿的权力做为市场信心的支撑（我们甚至觉得 7000 亿都不嫌多）。就像有句话说的，“The best weapon is one you never have to fire”。修改后的方案看似仍然通过了 7000 亿的救市方案，但是通过把整笔资金拆开，需要分别审批，分块使用，国会实质上把保尔森的原始方案变成了彻头彻尾的为金融机构注资的方案。

这就是为什么全球股票市场在通过了紧急经济稳定法案以后继续恐慌性地下跌，而对于经济前景的恐慌也推动大宗商品价格不断创新低。航运的 BDI 指数更是进一步暴跌到了年中高点的 1/4 水平。

不过，我们认为法案还是有很大成功可能。在没有更多的信息明确指明全球经济可能会因为次贷而严重恶化之前，我们仍然维持对全球经济 09 年复苏的判断。我们密切关注的指标是美国的就业情况(非农就业人数，每月初请失业金人数)，欧洲的制造业情况(PMI)，以及代表流动性的货币市场利率 (LIBOR, TED Spread, LIBOR-OIS spread)

其实当前美元的流动性已经泛滥了，现在只是把马牵到河边但不喝水的问题，但是我们可以直接给他灌水。洪流般的美元在信心恢复后会带来商品的 V 型反转，只不过我们现在在左侧。美元在信心恢复后的路径我们现在还难以确定，但之前仍将受益。对于股票，现在只是在消化普通股的稀释作用，但这应该是中期的最后一跌了。对于 A 股，我们并没有什么稀释作用，现在也看不到银行危机，只是投资者惯性地接受所谓的经济崩溃论。

图 17.17: 美联储资产大膨胀对应的是市场将来流动性会大爆发



尽管国际市场出现了大的动荡，但是温家宝总理在过去一周内的两次讲话（分别为天津的达沃斯论坛和广西考察），再次重申了当前的政策目标已经全面转为“保持经济稳定，保持金融稳定，保持资本市场稳定”。

我们认为政府已经对目前的国内经济情况和海外金融危机已经有深刻认识，会采取行动，比如持续降息以及其他措施。否则明年经济可能大萧条。具体请参见我们债券研究员姜超本周日的大作《大萧条的前世今生》。

二级市场的投资者仍然非常悲观，不过我们已经不太在乎这种悲观情绪了，因为他们不是新增资金，也不具有话语权。随着全流通和股市大跌，未来市场的主力是国家（国家资本）和各上市公司大股东（产业资本）。

而目前国家资金是最充裕的，持有的上市公司筹码也最多，我们相信政府的行为能够使未来的市场呈现区间波动，比如 2000—3000 点。

对于产业资本，现在也在积极进入股市，毕竟目前股价大跌，出现巨大投资机会，而实业现在投资机会可不大。

请看下面的新闻：<http://www.hjcn.com.cn/news/hy/9274451530.html>

产业资本绝地反击首只民间平准基金即将破题

“当大盘跌破 2000 点时，多半股票的价格被“腰斩”，越来越多的上市公司及大股东认为与其听之任之、苦等政府救市，不如主动一些，展开自救行动，想方设法维持公司的股价稳定。

不少产业资本已开始自救，寻找二级市场增持、并购同业的机会。例如“大小非”承诺不抛售，明确宣示递延禁售期；上市公司从二级市场上回购股份；上市公司大股东增持股份，等等。“境外有政府成立的平准基金，我们为什么不成立民间平准基金？”一些上市公司大股东提出。在此情况下，和君提出成立民间市场平准基金的建议，单个上市公司没有实力成立平准基金，可以借鉴合纵联横的方式，由十几家公司的大股东各出1个亿资金建立一支10亿-20亿规模的人民币维稳基金。这一提法很快得到不少上市公司的响应。”

除了产业资本上升外，未来一段时间，搞清楚国家政策也是至关重要的（国有资本地位也上升），而目前市场的机构投资者地位可能会严重下降。这点需要有深刻认识。在全球大博弈的背景下，全球的竞争不仅是跨国公司之间的竞争，更多的是国与国之间的竞争（当然也有竞合），而国家的掌舵人是政府。政府行为出现失误（包括短期应对策略和长期发展策略）则整个国家可能陷入万劫不复的境地（乐观的是，美国政府政策向来务实和果断，中国政府在执行力上也非常出色）。而政府决策的高度要超过目前二级市场投资者的认知。这也是我们去年6月份开始喊叫投资者要学习国际政治经济学的主要原因。

我们坚持第四季度出现纠错性行情。根据目前宏观形势，中国政府必将深化改革，救经济，稳定股市。投资者非常关心纠错性行情如何演绎，我们认为现在看出强势持续的领头板块为时尚早，需要明年年中才可以看到。目前更多的是一轮轮的纠错性机会。

我们认为目前主要机会如下：

1、国内券商股在全世界金融股里面是最安全的，并且存在金融创新溢价，另外，随着目前点位下，投资者分歧开始增大，交易量逐渐上升，这对券商股上涨有利。

2、另外，国企优质大盘股前期下跌幅度惊人，随着大股东国家的逐渐增持，这些股票也具有交易性投资机会。

3、如果第四季度，政府救经济的政策不断出台，前期大幅下跌的主流板块都有望反弹50%以上，比如机械行业，地产行业。

宏观策略结论：国际方面，短期，美元已经到我们目标价位，但是时间上还不具有贬值的可能，我们当下谨慎看多美元，以及美国国债。谨慎看空大宗商品市场，股市方面我们认为市场在第一次拍卖之前会随情绪变化而大幅波动；货币市场利率继续维持高位。中期，美联储向市场注入太多流动性，投资者因为恐慌而进行窖藏，但是随着持续降息，美股必然大幅反弹。国内方面，我们认为政府对于保持资本市场稳定的态度已经相当明确了，市场已经没有什么很大的下跌空间，我们认为第四季度值得参与在政策支持下的纠错性行情。

对实体经济所处阶段的认知决定了大类行业的配置思路。如果认为实体经济仍然处于产能供不应求、通胀上升阶段，则看多资源，超配能源原材料行业，减配工业、可选消费、金融；如果认为实体经济进入减速衰退阶段，看淡经济，则超配防御性的日常消费、医疗保健；如果认为实体经济已经可以期待政策放松带来的经济下滑速度减缓，则可能建议超配金融、工业（一些估值较低，且受益于政策拉动经济的“早周期”行业），减配能源、原材料、公用事业，平配防御性行业（防御性行业业绩波动较小但相比没有估值优势）。

从919救市大盘集体涨停到10月7日收盘，全部A股按流通市值计，累计涨幅10.95%（扣除919的涨停，之后就基本走平了）。涨幅最大的行业是证券信托（51.46%）、通讯运营（25.05%）、农林牧渔（19.42%），都是主题性投资机会，其他行业涨幅与大盘相差无几。证券信托受益于救市政策，中国联通股价受益于“非对称管制”与大股东增持，农业有十七届三中全会的政策红利预期。从积极的角度去寻找行业性的投资机会感觉有些困难，也比较难得到投资者认同。无论是从加工制造业的成本压力缓解，还是经济从底部复苏拉动的行业，现在谈都还嫌过早。因此，主题性的板块机会和行业轮动下精选个股可能是当下更合适的投资策略。

2008年10月15日——反思

作为一名策略分析员，其主要工作应该是持续思考未来市场长期、中期、短期的方向在哪里，分别的主要因素有哪些，以及未来何类风格、主题、行业、股票组合能够超越市场。

也就是策略分析仅在于分析，这和投资决策并不相同，我把“投资”定义为：投资是一个在克服心理情绪影响（比如贪婪和恐惧）和在准确处理和辨别信息的基础上，持续进行的一项权衡标的风险收益的不确定性决策。这种不确定性是根植于投资决策本性的，是无法消除的。因为给投资者提供投资建议的策略分析员存在经常性的误判，策略分析员必须不断进行自我反思。（特别是对于像我这样被定义为偏价值和偏反向类型的分析员。）并且，特别是对于目前巨大波动的市场环境下，反思尤为必要。

上周全球股市暴跌，全球媒体都在纷纷报导目前N年罕见的金融危机，纷纷认为全球金融体系将崩溃，政府作为无效，未来会出现多年的大萧条。

与主流媒体抗争是需要勇气的，毕竟全球媒体引用的都是大牌经济学家等的观点，比如刚刚获得诺贝尔经济学奖的克鲁格曼的关于本次金融危机的空头观点就被媒体广泛引用（但是克鲁格曼的研究专长在于国际贸易理论和经济地理学，我家里有几本他在这两方面的学术著作，我也仔细阅读了其精妙的经济地理学的思想）。

全球金融体系确实存在问题（虚拟金融资本杠杆化投机严重，央行只盯通胀但是监管松散的货币政策，不负责任的美元主导的国际货币体系等等），全球国际分工也存在重大不均衡（发达国家过度消费，发展中国家过度储蓄，发达国家福利过高，发展中国家几乎没有福利等等），目前西方主流媒体都在大篇幅进行报导研究。这种全球体系也是导致全球不均衡的主要原因。

主流观点目前倾向于认为这种不均衡未来会通过大萧条来改变，未来全球演化路径很明显（或许这是上周金融危机给大家带来的心理创伤）。

而我们则倾向于多角度思维（毕竟投资是“不确定决策”），我们认为未来全球的演化有多种路径，大萧条仅是其中之一，长期大萧条可能性很低，极短期大萧条确实存在（心理因素导致）。我们目前的观点是：短期全球金融恐慌很快过去，全球经济不会出现多年大萧条，不过原来我们认为的全球经济周期性调整幅度可能会更大，从我们两周前研究的美国消费数据来看，从目前开始似乎要出现1—2年的经济衰退。而这种衰退的恢复需要到大选之后才能更明确时间和恢复路径。

但是考虑到各国，特别是美联储注入经济和市场无比多的流动性，未来名义上，美国股票市场未必会继续下跌。因为这次的问题是金融资本过度参与衍生品的投机炒作，并未参与股票市场的炒作。因此此次美国股市的调整级别最多应该类似2001年的级别。投机的金融资本受到重创后，应该会和产业资本，特别是技术资本结合，未来股票市场仍然具有投资机会。实际上，这更类似上世纪70年代，美国生产率短期难以提高，股市出现10年大震荡，然后随着新一轮技术进步，80年代股市逐渐走好，持续20年牛市。同样我认为此次危机过后，金融资本和产业技术资本的结合能够显著提高生产率，也许2001—2010年是美国股市振荡的10年，其后，应该乐观的几率大。

回到短期，作为经济数据面相对平静的一周，金融市场又坐了一次过山车。以周末为分界线，本周可以划分成为两个阶段。在周末之前，利率市场再次因为对金融机构倒闭的担忧而继续冻结，股票市场方面，市场继续在金融股的带领下继续暴跌

但是一切都在周末被逆转了过来。尽管在G7和G20会议上，欧洲对联手拯救金融市场最为抵触的主要国家（以德国为首）只是达成了愿意动用一切手段维持金融市场稳定的声明。但是很明显这已经相对于以往的立场有了很大的松动。果不其然，周日举行的欧洲首脑会议上就达成了具体的救市措施，德国承诺提供4000亿欧元对银行间借贷进行贷款担保，并向银行系统注入800亿欧元的资金。英国央行也动用了5000亿英镑进行担保，并对三大银行

集团注资 370 亿英镑。

市场对挽救金融机构的措施反应还是相当热烈的，周一全球金融市场报复性大涨。尽管 LIBOR 只是小幅回落，但是我们认为市场的恐慌已经到头了，LIBOR 会很快回落，前期非理性下跌的板块，如金融，汽车也出现了反弹的空间。

目前来看，当前全球股票市场先只能理解为超跌反弹。后继取决于政策、流动性和经济下滑的博弈，而这个博弈因为欧洲的缓慢和美国的大选，短期不确定很高。而在这方面我们对国内更乐观。不过考虑到黄金的美元价格比较稳定，目前的全球美元货币体系的根基没有动摇，这算是利好。

我们对于国内的策略可能比其他投资者更乐观，我们也需要反思。我们认为市场下跌幅度已经反映了对经济的悲观预期，而政府出手救经济到明年年中会看到效果，随着 9 月份流动性见底，市场在 9 月底和 10 月份（我们只能精确到月份）将迎来流动性底部和我们称之为的“价值底”。在价值底，业绩和经济数据仍然不好，但是这种不好已经开始投资者预期。在价值底买入的主力投资者是产业资本，现在来看还包括国家资本。底部出来后，我们称之为“纠错性行情”，力度取决于政府的政策力度。由于价值底出现后，上市公司业绩增速仍在下行，我们在组合投资部分通过控制仓位来控制部分风险。

我们认为 2009 年 2 季度上市公司业绩见底，如果国家在新农村建设刺激内需和先进制造业提高生产率上取得突破，未来市场上涨幅度会远超出投资者预期，2007 年下半年—2009 年上半年会真正成为我们在 2008 年年初策略报告中所说的“承前启后”阶段，即承接前一个大牛市，启动后一个大牛市的中场休息阶段。

如果中国无法在改善结构性上取得突破，则 2009 年 2 季度以后上市公司业绩仍然会回升，但是幅度会有限，这制约了市场的高度。

这就是我们所说的“两个底”——流动性底（价值底）和业绩底。在业绩底，二级市场投资者会大力买入股票。业绩底会高于价值底。

在流动性底出现后，市场很难出现领涨板块，更多是逐批次的纠错。而业绩底出现后，市场会出现领涨板块，但是现在预判有些过早。因此，二级市场的投资者要参与价值底，则需要站在国家政策和产业资本角度进行投资。

周末，我参加了上海一个产业资本的投资论坛，并进行了发言，我发现目前产业资本对股票市场的兴趣比较高。

上述观点，特别是价值底本月就要获得证明。如果错了，我需要深刻反思。我们现在已经开始着手准备了，毕竟反思不应该是自责，而是改正错误。我们已经开始兵分几路，对于结构性改革（包括新农村建设的国家政策，先进制造业和产业升级）进行深入调研和研究，对于明年的出口、固定资产投资和消费进行更加深入详细的调查和研究。

短期，本周尽管有十七届三中全会召开，市场对会议即将出台的农村土地改革政策抱有相当大的预期，但仍然在周五跟随外盘大幅下挫。虽说是受到外盘带动，在过去的五个交易日内，两市累计下跌幅度最大的板块中却包括像食品饮料以及信息设备这样的板块，与美盘金融和周期性消费品（以汽车制造为首）领跌形成截然对比。我们的观点是，尽管国内市场在一定程度上情绪受到外盘影响，但是却是具有自己独立的运行规律。

经济数据方面，本周公布了 9 月份的进出口数据，净出口意外强劲。9 月份的贸易余额再创历史新高，似乎没有受到海外市场需求衰退的影响。但是随着占中国出口份额 40% 的发达国家的需求逐渐减退，我们仍然维持明年出口增速相对不乐观的判断。未来一周，随着较差的上市公司业绩和经济数据，多空会进行对决，目前我们还是乐观的少数派一方。

近期到了考验我们观点的时候了。

汽车行业一直是我们今年以来低配的品种，行业增速放缓，成本压力加剧一直是影响行业的重大负面因素，不过差行业里也可能有好公司，一汽最近引起我们的注意。一汽轿车公

司未来销量高速增长仍然值得期待。未来销售高增长点在于：原计划今年推出的 B50 延迟至明年推出，马自达 6 全球换代产品年底才能投放市场，也就是说明年这两个产品销售是净增量。同时公司至年底会将产能改造至年产 18 万台水平，09 年业绩的高增长仍然值得期待。公司财务非常稳健，资产负债率仅为 50% 左右，是行业里最低的，根据股改承诺，05-09 年利润分配不低于每年可分配利润的 50%，目前股价情况下，预计 08 年的分红可能会达到 0.33 元/股。此外，一汽集团还可能整体上市，对业绩增厚会非常明显，这将提供超额收益。

2008 年 10 月 22 日——媒体恐惧症

据闻有机构近期从华尔街调研回来，说情况比我们想象的糟糕。我笑之，因为最近的暴跌，大量金融从业人员失业，这种情况下，他们肯定比我们国内投资者的情绪要差，毕竟我还正在战斗岗位上大放厥词。

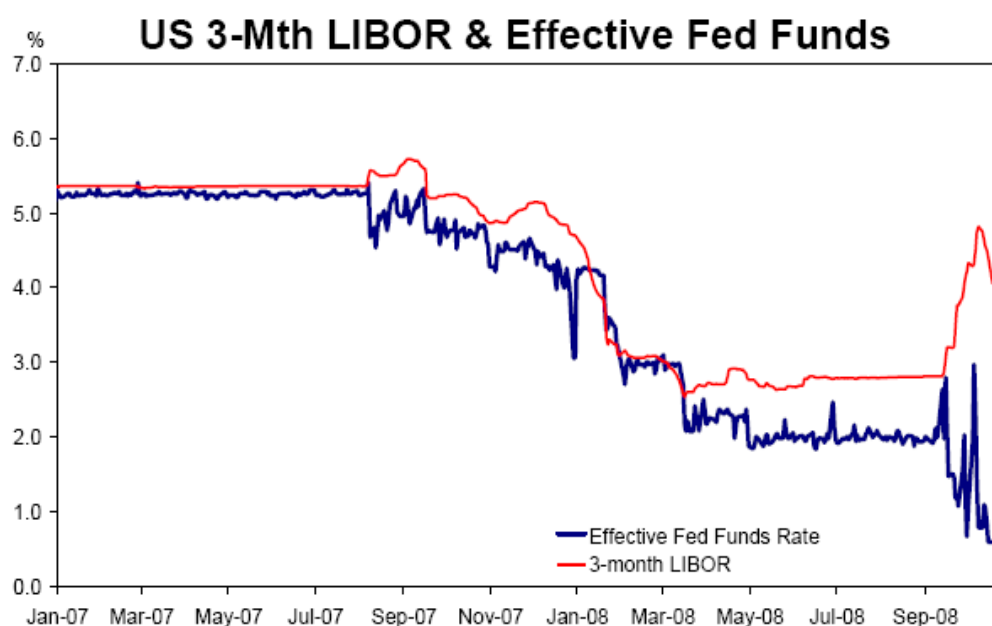
我们策略研究员去营业部与股民交流，所有股民都非常非常悲观，如果你稍微有点乐观，他们肯定不干——你骗不了他们，为什么？因为中央电视台财经频道时刻报导——聚焦华尔街金融危机，悲观信息和情绪时刻轰炸投资者的眼球，现在的投资者都是宏观经济学家，都知道目前的金融危机和随之而来的经济大萧条。你想骗他们说市场见底——没门！群众的眼晴是雪亮的。

不仅国内，我经常阅读海外资讯，现在国际上几乎所有媒体最近也冒出很多之前不曾听说的政治评论家和经济评论家，纷纷表态，标题也是吓死人的，什么——百年一遇的 XXX，XXX（比日美国经济、消费者、世界经济、资本主义等等）的终结与末日。

真是什么吓死人的话都敢说。不过，也有客观的，比如，我一直喜欢读的《金融时报》首席评论员马丁沃尔夫的定期专栏，近期的名称是“金融危机的潮流已经转向”。

短期，国际市场还要看货币和信用市场。目前来看，短期利率尽管还在高位，但是在下降，这是很大的利好，有助于股票市场的稳定（降低风险溢价）。目前美元指数仍在升值，这说明本次危机没有危及全球货币体系（金融危机两种形式一种是金融市场与信贷危机，一种是货币体系危机，目前来看无论投资者如何攻击当前货币体系的缺陷，但是仍然接受这个体系）。

图 17.18：美国 LIBOR 利率



本次危机是金融市场危机+石油危机，这和上世纪 70 年代比较相似，当时是国际货币体系危机+石油危机。

现在的金融危机使得全球央行重新打开了全球流动性的阀门，我们需要思考，一旦风险溢价下降，投资者会重新配置什么资产。

一个重要的背景是：我们现在所处的背景是在信息技术革命后的金融资本疯狂后的破灭，这是一个转折点，金融资本脱离产业资本独自狂欢后的回归，监管将加强，所谓的资本管制将抬头，未来全球社会将更多关注公平，正如克鲁格曼在《萧条经济学的回归》所说，公平不仅是公平，也是效率的保障。中国政府几年前就认识到这个问题，正在采取措施改正。而对于美国，问题正如斯特兰奇在《赌场资本主义》所说，以赌博为目的的金融资本必须踏踏实实接受监管，并且在管制下重新流入实体经济领域，以提高生产率为目的，这样，未来十年才是真正的黄金十年。

另一个很重要的“观察”是：新一轮的龙头都不是过去一轮的龙头。因此，房地产、衍生品和商品现在看来还不具有新龙头特征（当然这是预判，可能存在错误）。

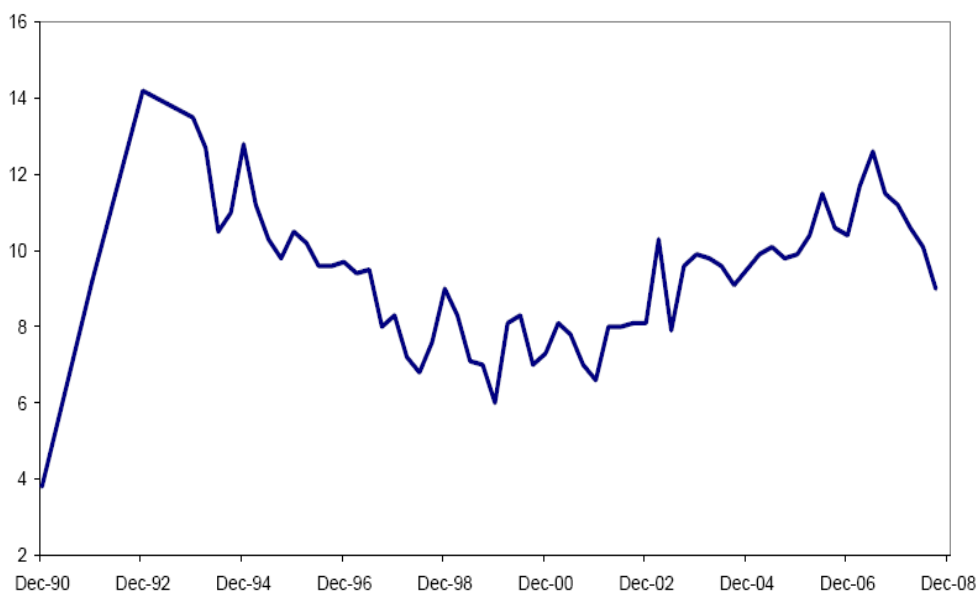
表 17.7：每次波动性过后，龙头都要换

Volatility Trough	Old Leadership	New Leadership
2007/2008	Capital Intensive: Small Caps, Energy, Commodities, Emerging Mkts, Housing, Real Estate, Low Quality Bonds	
2000	Technology	Capital Intensive: Small Caps, Energy, Commodities, Emerging Mkts, Low Quality Bonds
1998	Asia EM, US Consumer Defensives	Technology
1995	Latin American EM, Small Caps	US Consumer Defensives, Asia EM
1989	Financials, Takeover Candidates, Japan	Small Caps, Latin American EM
1985	Industrial & Mid-cycle stocks	Disinflation-sensitive, Japan
Early-1980's	Small Caps, Technology	Industrial & Mid-cycle stocks
1974	Nifty 50	Small Caps, Technology

回到国内市场，周一公布的三季度 GDP 增速下滑超出投资者预期，不过这轮经济周期下行因为成本上升、海外金融危机和国内紧缩过度，导致这轮周期下滑速度过快，如果按照这个速度，中国经济应该在明年 2 季度见底，如果 4 季度政府出台强力的刺激经济政策（这是我们的基本假定），我们认为明年 2 季度的 GDP 增长不会破 8%，然后略有恢复。

国内资金的重新配置过程中，按道理股票市场上一轮涨幅过大，下一轮不会成为配置的主要对象，但是考虑到股票市场的跌幅，目前从风险收益比来说，还不能确定有更好的资产中期优于股票市场。

图 17.19：GDP 增速下滑速度过快，这有助于快速找底



由于投资者开始预期政策会出台一系列的经济政策，因此第四季度会出现新的寻宝游戏，即猜测政府出台政策的方向，然后看哪些上市公司受益。

因此，我们认为政府对于保持经济和资本市场稳定的态度已经相当明确了，市场已经没有下跌空间，我们认为开始纠错性投资机会。

2008 年 10 月 29 日——货币体系和预期

最近关于国际货币体系需要改革的呼声越来越高，包括这次亚欧首脑会议和 11 月份的国际金融会议。好像以美国美元为主的国际货币体系要崩溃了。

本周报去年年中就研究过目前以美元为主的国际货币体系（特别是 BWII 体制），认为会至少持续 10 年。因为尽管这个体系存在很大问题，但是根本找不到更好的体系了。

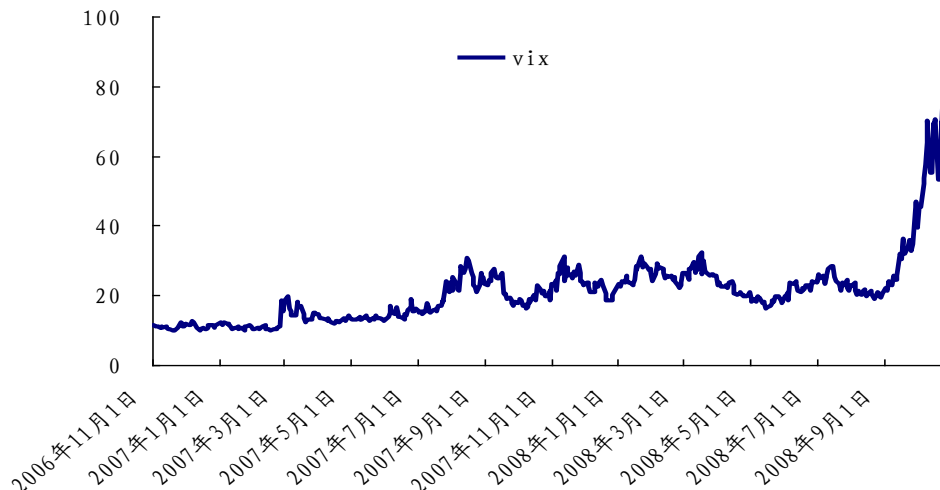
首先，不可能回归到金本位或者银本位；第二，成立世界央行来发行货币的可操作性在现有条件下几乎不可能；第三，欧元的地位在上升，但是欧美政治经济文化军事等全方位比较来看，欧元远不能替代美元。第四，市场仍然选择美元本位。而这次的金融危机就恰好证明了这个，市场的选择是最重要的，一旦投资者预期全球经济出现问题，即使美国也出现问题，投资者仍然将资产换成美元，而不是其他类型的货币，包括黄金！第五，人民币最近一直在 6.8 附近对美元企稳，又重新回到了盯住单一美元的时代。

唯一能够改革的是其他国家谴责美国，而美国则努力克制自己的央行少印些基础货币，努力监管自己的商业金融机构少印些赌博性的信用货币。

尽管投资者看起来觉得恐惧，比如“以前危机都是听到很多公司破产的传闻，但是这次每天听到的是国家破产的传闻，能不恐惧吗？”只要全球货币体系不发生大问题（我们认为不会），则这次危机是可控的，和之前的金融危机没有本质的不同。

因此，投资者现在紧盯的具有领先市场指标是：VIX 指数（股票市场的风险溢价），日元汇率（资金，特别是亚洲资金的充裕度），LIBOR 利率（对未来的预期），而不是股票指数本身，商品指数，比如石油和 BDI 指数，对于这次金融危机，这些都滞后了。

图 17.20: VIX 指数还没有见顶，但是高波动性难以持续



不过经济学家不这么看，我尊敬的纽约大学经济学教授鲁比尼预期市场和经济将进一步恶化，新总统上台后可能会因为更可怕的金融恐慌而采取休市几周的政策。

预期是很可怕的。索罗斯曾经在《金融炼金术》里谈他的反身性理论时说到股价的下跌本身就会带来实体经济的下跌，这句话我之前一直不大明白，现在有些明白了，其中预期在作怪。有一个笑话，一个算命先生由于预测水平极高而名闻遐迩，一个家伙不服气，上门挑衅算命先生：“你既然算得这么准，那么你说我家里明天要发生什么事情？”算命先生看也不看他一眼说：“明天你家茶壶肯定碎。”这家伙回家后拿着茶壶整天盯着，嘴里一直念叨：“我要看它到底怎么碎？”他老婆和他打招呼，他左右都不理睬，只一直盯着茶壶。他老婆大怒，抢过茶壶往地上一扔，“咣当”一声，这家伙恍然大悟：原来茶壶是这么碎的！现在，所有看淡经济经济学家都是算命先生——非贬义，而是预测水平很高的算命先生。

因为经济的主体永远都是人，而人是有预期的。当经济系统中每个人都对未来一片悲观之时，那么就形成一个负向反馈系统。也就是说事情已经很糟，由于人们认为未来更糟，所以未来真的变得更糟。悲观的预期，最终会影响人的决定，会影响企业的投资决策和资源配置策略。

在没有政府有形之手的时候，也就是 19 世纪和 20 世纪初，因为这种顺周期的预期，经济的调整是非常惨烈的，调整时间非常长。

但是自从有了有形之手，预期就容易发生改变，要改变目前市场的大萧条预期，要么央行持续大量的向经济注入大量流动性，过几个月效果会出来，预期就会逐渐改变，尽管经济仍然不好，但是负循环链条被破坏；要么有某种契机来改变预期，比如总统换人等等，这种契机在历史上也非常常见。

因此除了关注一些领先的市场指标外，关于货币政策和效果，关于一些契机（比如金融峰会，美国大选结束）都是重要的时间窗口。

关于中国的货币政策，从央行行长的表述上还在犹豫，但是我们债券研究员已经大声呼吁大力降息了，我认为我们债券研究员比央行行长聪明，市场比央行行长聪明。

尽管预期的 1800 点市场底部被无情穿破，我非常惭愧。现在需要回答的是市场会持续下跌还是我们坚持原来的判断只是略微修改。我们坚持认为，随着货币政策的放松，贴现因子的下降，估值不会进一步下降，甚至会出现上升，而目前市场贴现的是 09 年—15% 左右的业绩下滑，我们不接受这个预期。

近期，关于中国公司投机金融衍生品的丑闻也算是一个重要的事件，但是我记得互联网泡沫后，美国安然、世通等假帐破产曝光之后，市场已经接近底部。

而这次，香港市场反应非常激烈，中信泰富巨亏事件“余震”未了。受可能产生巨额外汇兑损失传闻的影响，中国中铁、中国铁建等公司也是集体大幅度跳水，还有传言说中国铝业、中国石油等也出现巨大亏损。

我们认为，除了中信泰富等少数公司，多数国内公司的亏损应该并不大，并不是丑闻，而是因为近期外汇市场的巨大波动造成的。

当下经济形势确实不乐观，调整速度超出预期（市场的调整速度也超出预期），并且在不断向内地扩散。但是，同时，我看到的资讯，也有未来乐观的种子。比如国资委副主任邵宁 26 日表示，“下一阶段，国资委将从中央企业的实际出发，采取多种方式推进中央企业进一步重组，进一步优化国有经济的布局结构。同时，支持具备条件的中央企业把优质主营业务资产逐步注入上市公司，做强做大上市公司。到 2010 年，将中央企业重组调整到 80—100 家，争取在全国形成 30—50 家具有较强国际竞争力的大公司，大企业集团。国资委将积极推进具备条件的中央企业母公司整体改制上市，或者至少要实现主营业务整体上市；支持具备条件的中央企业把优质的主营业务资产，能够逐步注入上市公司，做强做大上市公司。”

另一条资讯是“义乌岱山，今年 3 月份开始，当地千家制袜工厂中已经有百余家倒闭，与岱山生产圣诞老人的工厂一样，首先倒下的这些制袜工厂基本都是规模小，单纯依靠订单生存，缺乏科技研发。“工厂少了，客户的大额订单只能找我这样的大企业，倒闭工厂的熟练工人也会向梦娜集中。”在梦娜集团董事长宗谷音说。彪马全球 1/3 的产品来自梦娜，今年双方签订新合同时，梦娜将单价逆市提升了 7%——作为“回馈”，梦娜将货期从半年缩短为两个月。”

这样看来，作为行业龙头和优质企业的上市公司，明年的投资故事并不缺少，即可以有注入等增长，也可以通过并购增长，当经济不景气的时候，特别是广大中小企业破产的时候，龙头企业的效率提升会更快，日子应该会逐渐好过。

宏观策略结论：我们认为目前的市场已经贴现了明年业绩+15%的增长预期，市场过度悲观了，目前的市场处于买入区域，下跌空间非常有限。

2008 年 11 月 5 日——解读三座大山

对于海外市场来说，美国总统大选是一个变盘的契机（时间窗口），这可以给投资者信心，而从日元汇率、波动性指数、LIBOR 利率等领先指标来看，金融危机已经过去。

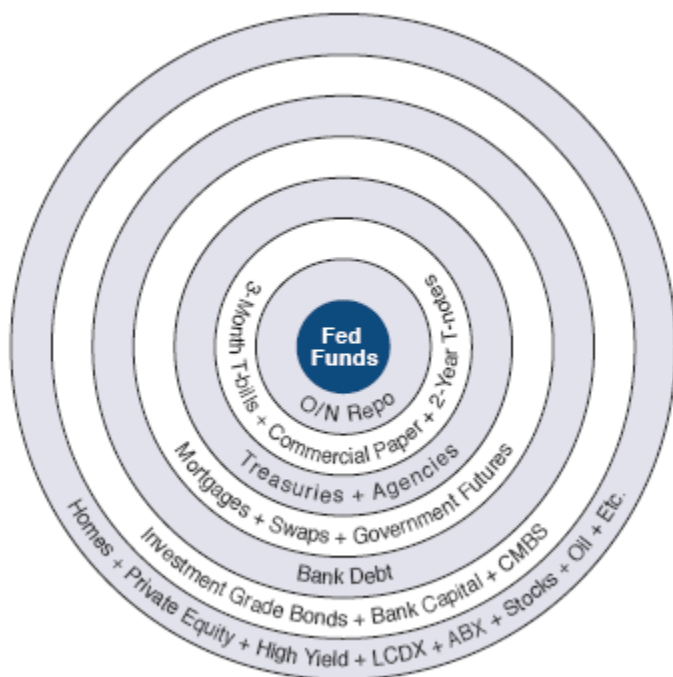
市场会出现大幅度反弹，实际上美国股市反弹正在进行中。一般来说，反弹是前期跌幅较大的板块反弹力度大（比如，金融和原材料）。

而反转则需要强势板块（得需要 3、5 个才行）。从今年标准 500 指数表现最强的板块来看，除了普通消费品，有以下几个板块在明年可能是领头羊的板块，包括：生物技术、铁路、消费者服务、教育服务、环境服务。总结来说就是新技术+生产率提高型服务。这对国内也有借鉴意义，而这些是目前的稀缺资源，容易产生泡沫。

一旦金融危机结束（我们认为美国新总统上台和召开的国际金融会议是结束的契机），美国股市就进入熊市的第二阶段，第二阶段是经济开始受到影响，并且反作用于股票市场，这样股票市场表现会分化，但只要有领涨板块存在，整体应该是上涨的，毕竟熊市恐慌杀跌的第一阶段已经把利空放大。

目前就处于金融核裂变的变化期，金融市场非常类似铀 238 原子。最核心的是美联储基金利率和美国政府信用，外围第一层电子是货币市场，在外围是国债市场，其后是资产证券化债券，互换等产品的市场，银行债务市场，投资级企业债券市场，最外围是股票、房地产、PE、商品等市场。当利率很低，风险溢价也下降的时候，最外层的表现最好，一旦发生核变，资金向中间靠拢，这是前段时间发生的事情。而只要美国信用还在，美联储采取正确的策略，这个裂变很快就会稳定下来，然后重新一层一层外延出去。

图 17.21: 金融轴 238



海外市场金融恐慌的结束，为中国 A 股市场提供了较好的外部环境。推荐阅读下面的文章，和我们的观点比较近似。<http://finance.jrj.com.cn/people/2008/10/2504182477449.shtml>。

国际股票市场的估值一般来说除了在偶然的极度疯狂和突然的风险溢价狂飙的时候估值变化较大外，股票估值的倒数一般和上市公司发行的债券收益率接近，在美国一般是 15—20 倍。

在国内，我们没有强大的公司债券市场，因此，只能按照投资者的风险收益偏好来估值，这样股票市场的估值波动性巨大，当市场中散户参与者较多时，市场很可能按照一年期存款利率来估值，如果还考虑通货膨胀，股票市场的估值达到 40 倍以上很容易。而很多情况可能按照国债利率、贷款利率和存款利率的加权来估值（其中权重是不同投资者构成的比例），因此变化也较大。但是，一般来说，国内的股票的估值不应该跌破 10 倍，并且随着央行的降息（当然存款准备金率也必须迅速下调），估值还有提升的空间，正常来说，估值可以比照美国，也就是在 15—20 倍之间。

即使从风险收益比来看，上市证券比非上市权益的价格要便宜得多。我举个例子，最近在上海产权交易所挂牌出让公司全部或者部分产权的公司急速增多，很多报价看似很便宜，有些甚至只有 1 元钱（见下表），但是我把 100 多家公司的简单财务数据和出售价格进行分析，发现只有两家价格还算合理，和证券市场的估值差不多（素质也还算可以），其余挂牌公司价格都高的吓人，很多都是上百倍市盈率，N 倍市净率。就是 1 元钱转让的权益，也不划算，因为实际股东权益为负，业务模式奇差，持续亏损并负债累累。

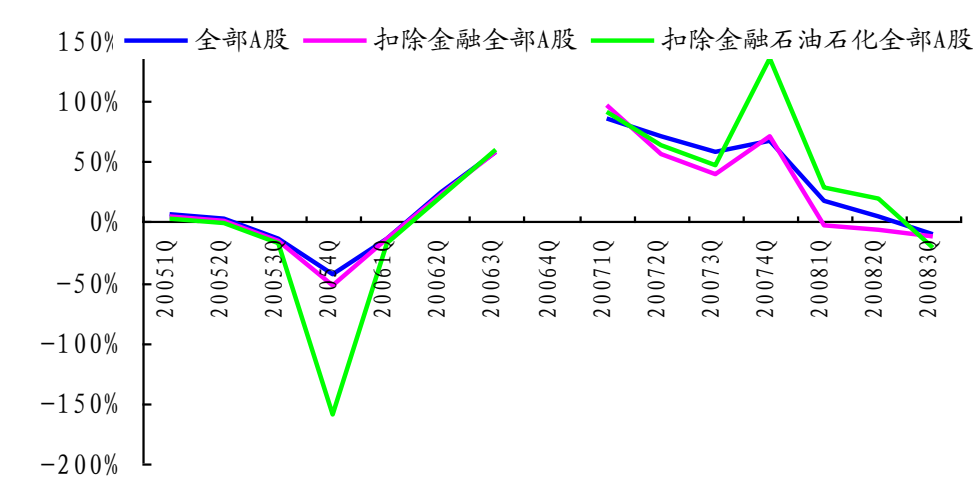
这样看，A 股上市公司代表中国较好的企业群体，目前 12—13 倍的价格并不贵，即使明年业绩负增长 20%，但是考虑到未来的预期，客观地说，相当多的股票具有安全边际。

从单季度来看，上市公司三季度新增净利润 2257 亿，较去年减少 240 亿，全部上市净利润增速为-9.97%，这是 06 年一季度以来首次出现单季度净利润负增长。考虑到中国平安投资富通 100 亿元的巨亏可能带来的数据干扰，剔除中国平安后，上市公司净利润增速为-5.48%。扣除金融行业，全部上市公司净利润增速为-11.72%；如果同时扣除石油石化和金融行业，利润增速更跌至-21.65%。

从三季度单季度来看，保险、电力、交运仓储、证券信托取代石油石化成为拖累全部上

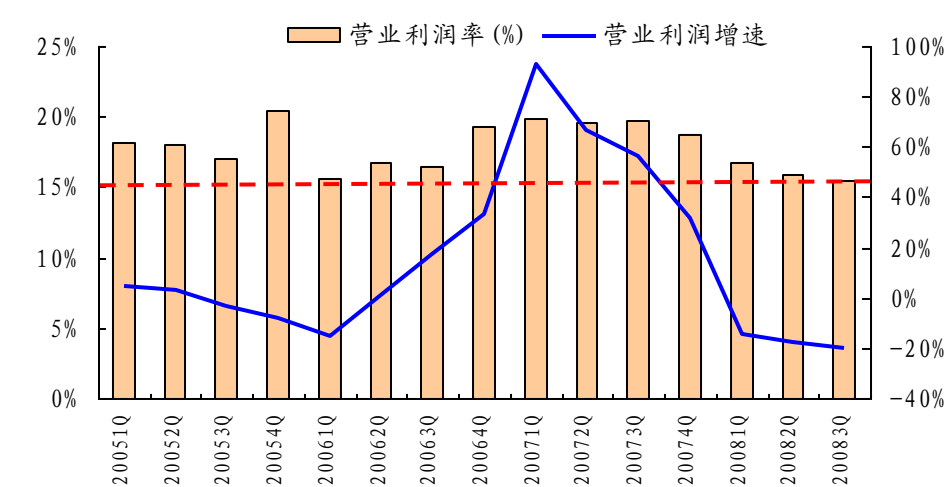
上市公司净利润增速的主要原因，其中仅保险行业就负贡献了 85% 的利润增量。而银行和煤炭的业绩增长依旧是贡献上市公司利润增量的主要因素。

图 17.22：上市公司单季度利润变化



上市公司营业利润率为 15.6%，是 05 年以来的最低水平。营业利润率的下降与毛利率的下降（成本上升）和费用率的上升（宏观调控）密切相关。上市公司在三季度仍然在消化在价格高位购进的原材料存货。因此，企业的成本压力并未得到实质性的缓解。我们认为明年上半年开始逐渐缓解。

图 17.23：营业利润率下降是业绩下降的主要原因，受到两座大山的影响



三季度开始受到需求减少的第三座大山的影响。三季度营业收入和营业成本的增速均较二季度高点有所回落。

图 17.24：营业收入增速下降

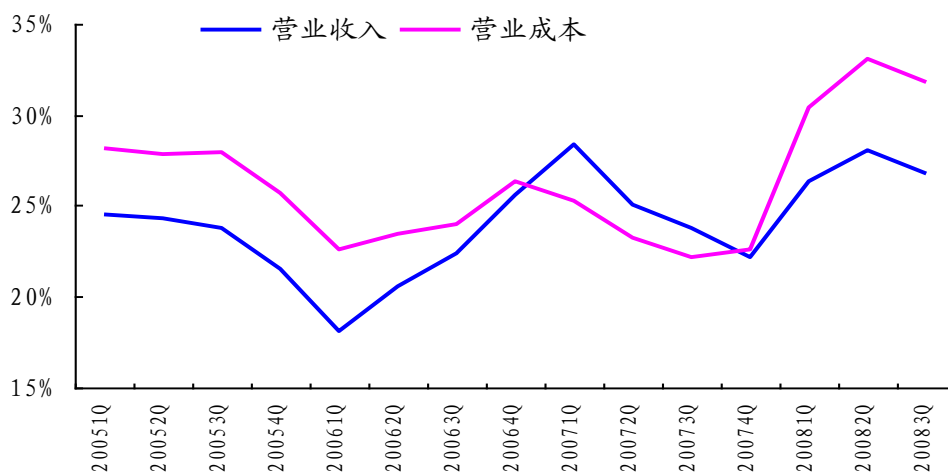
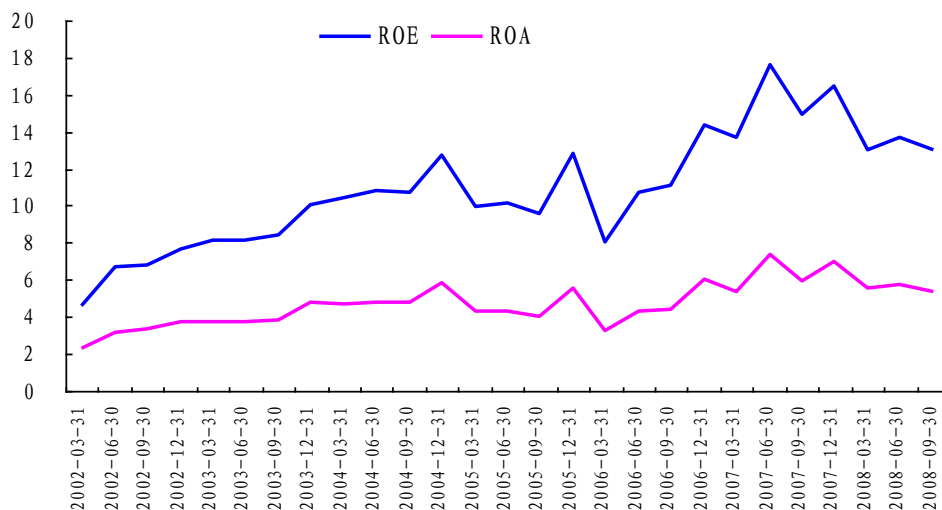


图 17.25: 前三季度上市公司净资产回报率 (ROE) 为 9.75%, 从 07 年上半年之后, 企业盈利能力进入下降通道。



整体来看, 我们认为上市公司业绩下滑幅度低于我们预期, 我们不得不修正 08 年全年盈利和 09 年的盈利预测, 但是考虑到压迫企业盈利的三座大山的二座正在逐渐减弱, 而需求下降的大山短期会有影响, 但是中期对于优质企业则是扩大份额的机会, 因此, 我们从短周期角度来看, 坚持认为上市公司业绩明年 2 季度肯定见底的观点 (关键是见底的幅度有多低, 以及国家反周期政策有多强, 现在尚难确定)。

本周二下午我们宏观策略和行业研究员召开例会简要讨论了近期观点。摘要如下:

姜超对于宏观经济的观点是美国经济明年年中见底, 房地产是先行指标, 房地产恢复经济未必, 但是房地产不企稳经济一定不行。国内指标上, 关注地产投资, 工业生产 (包括发电, 水泥) 等数据的反映。货币政策方面, 半年内预期降息四次, 明年物价看到 1.5% 左右, 市场预期大致也在 100 个点左右。

策略的观点: 当前货币政策决定市场方向 (目前松动的还不够), 财政政策决定投资方向。市场方面, 过去十年间 A 股长期成本一直在 1400-1800 点之间, 这个区间是可靠的 (并且没有考虑业绩的持续上涨), 因此, 现在市场是恐慌的, 低估的。四季度是估值底 (美国大选有可能会成为变盘的契机, 存款准备金下调也是), 明年中期还会有一个业绩底。

企业盈利方面, 没有大的板块机会, 关注个股和现金流。自上而下的预测盈利现在调整为 8%, 这是乐观的情况, 悲观的就是 -5-0%。当前点位在 12x 的 PE 假定下, 大约隐含了

-20%的盈利增长假设。未来的估值会随着贴现率的下降而得到提高，明年可以看到 15x 的 PE。

行业配置的观点：行业配置目前找不到领涨板块，不考虑纠错性机会的前提下，仍然建议以防御为主，回避大宗商品，选择 09 年盈利增长比较明确的行业。明年上半年防御+政策救市主题，下半年策略估值合理的早周期复苏行业。结构性机会上，见底后往往会有行业整合的机会。

康凯：美国房地产预期将继续下跌 20%，会造成后续动荡。中国 01-08 年两大增长主题，城市化（房地产）和 WTO 现在已经没有了。国内房地产现在尚未见底。实际国内企业倒闭的情况要比报道的还要差得多。估值方面，剔除银行以后，A 股的 ROE 会恢复到 7-8% 的长期水平。假定 PE 在 15x，则相当于 PB1.2x（ $PE=PB/ROE$ ）。现在市场 PB 在 1.9x 左右，从这个角度来说，现在抄底并不是没有风险。

伍永刚：08 年银行基本面没有大的变化，但是 09 年有很大不确定性。长期继续看好银行，但是短期要谨慎。至于短期有多长，现在很难说。经济下滑接近临界点会出现大量企业坏帐。严重影响银行业绩。现在的测算是 GDP 在 8% 时不良贷款率会上升 0.5%，但是降到 8% 以下，不良贷款率会跳升到 1%。在这样的情况下，银行利润会出现 0 增长，甚至是负增长。对银行板块整体下调评级至中性。预期净利差不会大变，不良贷款是最大担忧，并且主要集中在企业的信用担保上，而非房地产贷款。三季度不良贷款数量上升，但是不良贷款率下降。担心华东江浙一带不良贷款被隐瞒，明年集中上报。

王峰：造纸明年上半年偏保守，下半年看多。

王稹：电力设备看多（主要是电网企业，不包括电机，仪表等细分行业），理由是铜价下跌成本下降。主要风险在于担心 09 年订单的增速。但是对于好企业不用太担心。家电行业受到房地产和就业的双重影响。看美国历史上，只要不是重大危机出现，家电的消费最多下降 10% 左右。从估值上来看，除了 PB 其他都属正常。

谭晓雨：看好传媒行业，理由是盈利模式防御性，公司负债率低，而且都是各个行业的龙头，现金流又好。

易镜明：医药有必选消费品和政府投资两个主题，虽然绝对收益有不确定性，但是相对收益肯定好。不看好原料药，价格趋势向下，但是化学/生物药比较好。

孙建平：看好房地产很难，因为万科调整业绩打击面太大，连龙头企业都开始谨慎，很难乐观。业绩调整上我们属于比较保守的。房地产明年政府一定会救，主要通过保障性住房，会拉动对上游（钢铁水泥）的需求。

崔婧怡：钢铁板块中性，现在尚未清楚四季度和明年一季度哪个业绩会更差，原因是四季度的钢价暴跌，接下来就取决于下游需求了。下游反转一般领先钢铁板块半年，所以反转最快也要到明年下半年以后。钢铁下游 25% 需求是基建，25% 是房地产。靠基建拉动相对其他需求部分的效果基本上是 1:3，所以拉动的效果到底有多大取决于下游需求真实数据。

蒋璆：看钢铁价格最好的指标是社会库存。估值上觉得 DDM 对钢企最合适，因为每股分红相当稳定，但是估的合理价值远远高于市价。

林浩祥：有色金属明年一季度盈利可能会负增长到 -70%。未来需要和策略沟通对美元和油价的判断。

杨立宏：煤炭见顶见底的周期是所有行业中最晚的，因此明年价格会继续向下。有利于下游。

王威：明年电力行业利润开始进入恢复周期，利润好于今年。虽然相对估值高于大盘，但是考虑到明年的盈利上调，估值并不高。假定 GDP 在 8%，折算发电量增速大概在 7%-8% 左右。假定水电增速不降，则火电的增速会降到 5% 左右。大机组会优于行业平均水平。

张文洁：通信行业投资预期上升，通信设备（除终端的手机以外）受负面影响不大。四

季度到明年会转好。因为四季度是传统的收入确认期。

张锦灿：工程机械这里关键是看明年的固定资产投资，因此期待策略的固定资产投资专题报告。

宏观策略结论：我们原来的操作计划是 8 月底仓位 25%，9 月底接近 50%（基本是买在左边），10 月份进一步建仓（买在右边），由于国庆期间海外金融危机，使得我们的仓位停顿下来。我们仍然坚持市场随时向右侧行进的观点，一旦如我们所愿（很可能就是最近两周），我们会迅速增仓。

银行问题终究还是宏观问题。3 季度的季报公布以后，上市银行的不良贷款余额终于开始上升，从 2 季度末的 3498 亿元提升到 3512 亿元，不良率出现下降，从 2.15% 下降到 2.12%，应该说不不良贷款余额的提升充分反应了中国经济的减速风险，尤其是 3 季度面临的大量产品价格下滑，破产风兴起局面更加重了对银行贷款质量的担心，令人佩服的是股市提前三个季度反映了银行的困境，我们现在需要考虑的是三个季度以后银行的不良贷款余额会否重新出现下降，对于这个问题的判断又牵涉到经济能否在 3 个季度以后见底的问题。

从经济学家对美国经济增长的预测来说，美国经济是有可能在 2 季度见底，3 季度开始好转的，中国的财政政策也可能在 3 季度后开始完全显现效应，加上今年 3 季度基数非常低，因此中国经济是否也可能在 2 季度见底，3 季度逐渐好转呢（这是我们宏观策略一直的观点）？

图 17.26：银行坏账终于显现，部分银行不良率也提升

银行	不良贷款 (08.6)	不良贷款 (08.9)	不良率 (08.6)	不良率 (08.9)
工行	105,136,000	104,881,000	2.41%	2.37%
中行	83,786,000	85,007,000	2.58%	2.67%
建行	78,113,000	78,537,000	2.21%	2.17%
交行	22,684,000	22,680,000	1.83%	1.75%
招行	9,289,000	9,149,000	1.25%	1.20%
中信	9,202,000	8,965,000	1.45%	1.37%
浦发	7,614,479	7,663,896	1.22%	1.19%
民生	7,389,659	7,734,000	1.21%	1.22%
兴业	4,602,361	4,802,366	1.04%	1.06%
华夏	6,876,681	n. a.	2.06%	n. a.
深发展	11,421,196	11,081,000	4.64%	4.28%
南京	478,491	n. a.	1.39%	n. a.
宁波	174,145	298,128	0.40%	0.64%
北京	3,056,000	n. a.	1.74%	n. a.

2008 年 11 月 14 日——达尔文遇到凯恩斯

中国 A 股和美国股市是世界上最重要的股市，说最重要，是因为这两个股市更多都受到自身及其本国因素的影响，而不象其他国家股市一样，属于影子股市。如果这两个股市未来几年能够走大牛市，最抱希望的是解决两件大事：一件在美国，希望新总统上台后，振兴技术，提高劳动生产率，目前来看，奥巴马的相当部分政策是支持的。另外一件是中国，希望政府在未来几年逐渐落实和谐社会和新农村建设，整体提高 14 亿人民的消费需求，稳步提高劳动生产率，目前来看政府一直在着手做，未来两年应该见成效。只有这两件事情能实

现，中美才能有黄金 10 年。

而如果这两件事情没有实现，整体生产率和消费需求无法提升，在世界各国都不想承受经济衰退的情况下，达尔文将遇上凯恩斯。

遇上的结果将是周期性巨大波动的市场，这种波动来自与通货紧缩 / 通货膨胀周期的迅速变化（受到货币政策的影响较大）。股市和债市走势长期高度相关，并且呈现通货紧缩 / 通货膨胀的迅速波动周期。

图 17.27：通货紧缩和通货膨胀交替进行



展望明年，无论是中国还是美国，上半年可能继续通缩，在这个背景下，优质企业和中小成长企业值得关注。下半年可能逐渐开始复胀，在这个背景下，周期性的股票迎来重新的投资机会（但是考虑到投资周期向下，这些周期性股票的向上波动性可能并不高）。

寻找明年的主流板块，中美应该可以互相印证，但是目前中国的上市公司中，除了金融股外，多数是传统周期性的股票，如果真是科技+服务板块最有机会的话，国内的上市公司无法迅速转型，因此最终 A 股的走势将类似 1997 年后的香港国企指数的走势。这是非常令人悲哀的。

唯一可以打破这个僵局的是，要么上市公司大量收购或者参股科技与服务类的非上市公司，从而达到迅速的增长；要么是科技与服务类非上市公司借壳（毕竟现在很多上市公司市值非常之低，并且已经开始出现借壳的苗头），从而破局。我们判断，这两个“行为”明年将大量出现，ALPHA 型的投资机会最终会带来较大的板块性和局部性投资机会。

回到近期，我们的结论是财政政策决定选股的方向，货币政策决定市场的方向。现在财政政策超出预期，为投资者提供很多纠错性品种，特别是不受国际大宗商品价格影响的内需型周期性超跌股票。而货币政策低于预期，我们认为央行应该在第四季度大幅度放松货币政策，如果拖延到明年一季度，则市场因为缺少资金，更可能在板块之间轮动炒作，缺乏大的机会。

2008 年 11 月 20 日——柠檬市场投资法则

我周末常去菜市场买菜（住所附近只有一个大菜市场），鸡蛋是必备品，现在鸡蛋的种类也不少，什么柴鸡蛋，土鸡蛋等等，我一般都是买普通鸡蛋。

后来想改变一下，毕竟“好鸡蛋”的营养价值更高——快奔四的人，如果不补充点更高营养，在高强度工作下，身体越来越吃不消，比如土鸡蛋都是散养的，蛋黄发红，蛋体较小，营养较高，尽管价格贵很多，但是还是打算买一些“尝尝”。

买的时候老板拍着胸脯说都是正宗土鸡蛋。买了以后，回家非常失望，发现 10 个鸡蛋里面，至少 6 个是假土鸡蛋，属于普通鸡蛋里面较小的拿去滥竽充数，另外即使那 4 个看起来正宗的土鸡蛋，看起来也非常不新鲜。

很愤怒 ING！没办法，对于理性的人，唯一的行动就是再也不买了。当然，对于喜欢市场学研究的我来说就开始思考了，为什么会这样？感觉大家对于营养价值高的土鸡蛋反而购买意愿是最弱的。源于有假冒产品侵入市场，同时消费者面临“严重”信息不对称（每个鸡蛋不可能打碎了看），对于理性的消费者来说，站在 TOP-DOWN 的角度，唯一的策略就是不买任何土鸡蛋了（除非土鸡蛋价格足够 COVER 不对称信息成本），即使对于 BOTTOM-UP 的角度，或许有很多土鸡蛋确实是真的。

尽管不吃土鸡蛋了，但是我越想越兴奋觉得是一个新的市场理论，后来仔细想象，噫！这不是 2001 年获得诺贝尔经济学奖的伯克莱大学教授阿克罗夫在 1970 年提出的“柠檬市场理论”的翻版嘛。

这个教授只是没有逛菜市场（当然美国菜市场可能不对称信息少，没有苏丹红、三聚氰胺以及伪劣产品等），而是逛了二手车市场，被卖主隐瞒缺陷的二手车被称为“柠檬”。如果一个二手车市场有相当部分二手车缺陷被隐瞒，则多数买家缺少信息对此进行辨别——绝大多数买家都不是专业发烧友，自下而上一个一个挑出优质二手车不是他们的专长，自上而下对缺陷二手车的恐惧占据绝对上峰，于是退出市场交易。每个买家都是理性决策的，但是最终二手车市场价格发现功能陷入崩溃状态。

没办法，晚提出近 40 年的“土鸡蛋市场理论”与诺贝尔经济学奖失之交臂：（——奖金可是 100 万美元呀。不过，幸好，处在股票市场中，柠檬市场理论对这个市场投资也有很大帮助。

美国信用以及金融市场投资者普遍都是很理性的，但是面对这次“危机”，人人自危，纷纷离开市场将现金藏到自家床底下（一旦市场开始出现柠檬状态，迅速离开市场是理性的选择），但是越来越多的理性选择会造成整个市场呈现“柠檬市场般”的崩溃状态。好在金融市场的“缺陷车”迟早会暴露，最终投资者还会重新回到市场参与——只不过时间是个问题，用凯恩斯的话是，如果时间过长，我们都死了。

因此，解决柠檬市场问题的最佳方法就是让“缺陷车”尽快彻底暴露，有外力来加强管制，同时市场估值相对其他市场显得有吸引力，吸引投资者尽快回到市场，市场正常起来。

而如果“缺陷车”尚没有彻底暴露，但是已经出具估值优势，有两种参与市场的方式，一种是每次管制加强的时候，市场有反弹机会（当然最终会反转），这是 BETA 机会，一种是具有强的自下而上辨别能力，保证自己不会挑到“缺陷车”，而是廉价选到“好车”，这是巴菲特们在干的事情，也称之为 ALPHA 机会。

而国内的股票市场也因为近一年以来的各种“柠檬”而导致崩溃。外力政府终于出手了，估值也具有吸引力了，尽管我们现在还没有看到“缺陷车”的彻底暴露，现在来看，两类机会都已经出现了。

因此，我们之前的观点继续不变，救经济的纠错性行情的级别要远大于单纯救股市的反弹，我们认为如果货币政策配合的话，今年年底前，上证指数可以见到 2500 点。

对于 BETA 机会，我们继续推荐不受国际大宗商品价格影响的内需型周期性超跌股票。这些不仅包括铁路和建材相关，银行、地产、钢铁都算。

2008 年 11 月 27 日——增量资金资产配置

经济学，特别是宏观经济学流派很多，众说纷纭。股票市场中各个“观点”的信徒，都能在各类经济学理论中找到影子。比如，多数投资者接受的“股票市场是宏观经济的晴雨表”这个观点，实际信奉的是宏观经济学中的“货币面纱论”。

对于我来说，我认为，投资者不能忽视托宾的资产配置学派。他的观点（见其专著《货币、信贷和资本》一书）如下：

经济中的行为人是那些从事资产组合和资产负债表管理的财富所有者（他们并不一定富有），他们面对具有不同特征，并在流动性、风险和回报等方面存在差异的资产和负债菜单。

菜单所提供的资产范围很广，从日常持有的股票到可购买的资本品，无所不包。这些资产和负债虽然可以相互替代，但是并不是完全意义上的。托宾研究的是通过微观经济基础来判断这些境况和偏好各异的行为人是如何进行资产组合决策的。

金融市场和金融机构的存在使代理人买卖资产成为可能，并在此过程中形成资产的价格和利率，从而成为一个完整的结构。银行因其在执行中央银行货币政策方面的支柱地位从而成为一个重要的金融中介。和一般公众一样，银行和类似的机构同样是资产组合的管理者，他们通过货币负债和非货币资产之间的相互搭配而使得资本货币化。但是金融市场和真实经济之间的宏观经济联系却要比银行的这些直接行为广泛得多。

在资产配置框架下，“股票市场”这个资产类型和“宏观经济的实业部分”分属不同的资产类型，具有相互影响作用，而不是单纯的“股票市场是宏观经济的晴雨表”，这两个资产类型都受到宏观背景的影响。

美国的资产类型非常多，并且对外投资（基本）不受管制，因此资产配置过程与分类非常复杂，但是仍然有迹可循，就在我们之前周报里面列出的“铀 238”圆形图中。

而国内是一个相对封闭的资产配置体，资产类型相对简单，主要的资产包括：存款、债券、房地产、实业、消费品、股票、少量的海外资产（口子很小）。

每个资产类型都有不同的流动性、风险和回报。存款和债券的可预见性高，消费品受到CPI的影响，但是增量一直比较平稳，实业、股票和房地产则属于风险较大，收益也较大的品种，高风险高收益类型未必在同一时刻表现。

每个行为人（包括家庭主妇、企业家、投资者、金融机构）也具有不同的偏好，但是配置过程是通过货币这个媒介来进行的。当货币增量在增加，一定会引发资产配置扩张过程，而当货币增量在减少，一定会引发资产配置收缩过程。

而货币的增加和减少又受到多种变量的影响（包括宏观大背景，这是可以分析的）。另外一个需要考虑的因素是如何定义货币，好在国内的货币定义也就到M2，比较简单。最难的是货币如何参与复杂的资产配置的具体运作过程，目前经济学家对此认识还远不够，也存在巨大的争议。

对于大的资产配置投资者来说，最优的策略是在增量货币导致的资产配置扩张过程中选择当时宏观背景下收益最高的品种，而在减量货币导致的资产配置收缩过程中回避风险。

我们08年年初犯的最大错误就是，尽管我们认为减量货币导致的资产配置收缩——也就是我们认识到了股票市场存在的风险，但是我们顽固的认为（主要在于对于中国经济增长和政策的长期信心）股票市场的下调幅度并不大，属于周期性的调整，4000点就差不多了（即使存在超调，也就在3000—2800点）。现实证明了我十足的傻瓜。

现在来看，新一轮的增量资金资产配置过程还没有开始，主要原因是货币政策紧缩过度，增量资金不足。但是收缩过程可能接近尾声（央行已经持续放松，并会继续）。目前更多是市场内存量资金在财政政策乐观下的板块热点轮动（除了业绩，资金和政策也是基本面）。而不是增量资金的资产配置过程开始。

不过，考虑到贸易顺差的主动资金流入以及央行未来一段时间大幅度降低存款准备金率（这是可预期的，并且最迟明年1季度出现，我们认为必须近期就应该出现）带来的被动资金流出。明年上半年增量资金开始增多，并且可能逐渐开始新一轮的资产配置。

在受益的资产类型预判上，考虑到存款和国债收益率的下降，该类资产吸引力逐渐减弱（无需举例，家庭主妇都知道）；考虑到工业企业利润的下降以及实业竞争程度的增加，该

类资产吸引力也不足（可以调研大量的中小企业主，看看他们愿意炒股票还是做实业）；考虑到房地产的价格下跌幅度有限，该类资产吸引力也不足（房价没怎么跌，大家预期它跌，而股价已经大跌了）；考虑到上半年消费品价格的下跌，消费增速难以提高（上半年通缩是我们的基础假设）。

在这种情况下，股票市场吸引力的价值将凸现出来，并且我们认为这个配置过程将开始于中小市值优质股票。

宏观策略分析主要假定进行大修。

表 17.8：宏观策略假定大调整

	短期（3 月内）	中期（3—9 个月）	长期（9 个月以上）
重要宏观主题	政府推行强力刺激经济的政策	通缩受益股、增量资金资产配置	复胀受益股、经济复苏的力度
A 股市场	下跌空间有限，如果货币政策放松，可以看到 2500，否则最多 2200 点	市场可能继续探底，但是我们认为跌破前期 1600 附近低点的可能性很小	如果政策效果好（基本假设），经济复苏，复胀开始。明年年底看 3000 点
企业盈利	四季度业绩略微较三季度下滑，下调 08 年全年增长为 6%	09 年前两季度上市公司整体业绩大幅度下滑，幅度是最大的不确定风险，2 季度是低点	09 年全年基本假设 8%（主要是对银行的分歧），悲观假设 -5%—0%
A 股估值	考虑到利率下调，沪深 300 指数 08PE15—18 倍（目前处于估值低端）	由于通缩和降息，估值存在分歧与波动，09 年 PE15 倍	由于 2010 年业绩存在向好预期，09 年年底 PE18—20 倍，悲观假设 09 年 PE15 倍
政策面	其他政策暖风吹，但是必须大幅度放松的货币政策目前仍在犹豫中，这是最大的风险	经济政策继续有利于市场，但是刺激消费和投资的政策组合比例并不确定，新股发行重开	政策尚不明朗，期待和谐社会和科学发展观政策的落实
标普 500 指数	底部区域 700—800，但是目前波动性过大，投资者无法参与市场，但是存在反弹碰千点的可能	上半年，经济下滑和奥巴马政策使得股市低位振荡 700—900	逐渐恢复，高点 1100。等待新的龙头板块
香港国企指数	息差交易回暖，有望振荡上行，5000—8000	受制于通缩，市场低位振荡，5000—8000	有望逐渐回暖，但是冲击万点尚难
全球经济	加速下滑	逐渐筑底	逐渐恢复
GDP 增长	四季度争议较大，有认为 5%，我们认为 8%	09 年前两季度分别为 7.5%，7%	后两季度 7.5%，8%，09 年全年 7.5%，二季度为全年最低点
固定资产投资	08 年增速 23%	明年增速 7—10%	关键在于政府投资能否带动民间投资
出口增长	预期今年圣诞假期出口形势严峻，08 年全年 20%	明年上半年出口严峻，全年基础假定 0% 增长	但是贸易顺差对 GDP 增长为正
名义消费	08 全年看 22.2% 的增	考虑到通缩因素，上半	考虑到政府推行刺激消费

	速，逐渐回落	年消费增长不乐观	政策，09 年增速至少 12%
PMI	4 季度继续维持 50 以下	50 以下，仍然衰退	50 附近以及以上，制造业逐渐轻度恢复
CPI	11 月和 12 月 CPI 为 2.9%，2.2%	明年四个季度的预测 0.4，-0.3，-0.7，0.2%	明年为通缩年，但逐渐从通缩逐渐复胀
PPI	10 月有望成为全年高点，迅速回落	上半年大幅度回落	09 年全年持续下跌，看 2.5%
CRB 指数	继续谨慎看空 CRB 指数，但短期内有超跌反弹可能	目前位置振荡为主	逐渐回升，力度难以确定
原油价格	50—55 美元见底	45—65 美元徘徊	下半年回升，但是，假定 60—80 美元
10 年期国债利率	降息预期全面展开，3% 左右	明年低点在 2.4%	下半年可能略微回升，对证券市场估值有非常重要的正面影响
RMB / USD	6.8—6.9 附近稳定，重新与美元挂钩	实际有效利率的大幅提升对显示货币政策被动紧缩	09 年年底看 6.7—6.8
美元指数	美元已经到我们中期目标价，我们中性	振荡，缺少大跌和大涨的因素	可能重新贬值
M1 增速	可能到 8% 左右，历史极低水平	8—10% 附近徘徊	09 年下半年逐渐恢复到 12% 左右
贷款增速	08 年 14.7%，放松信贷，贷款增速逐渐上升	惜贷只能通过大幅度降息忽然降低存款准备金率来解决	09 年 15.7%，09 年信贷增长高于 08 年

海外市场因为奥巴马将当政的乐观预期最近两个月表现会不错，同时我们认为国内 A 股的纠错性行情还没有结束（12 月中上还会有新一轮的刺激经济的政策），我们判断尚能持续 2 个月左右。对于纠错性行情，我们认为仓位在 50—60% 足够。明年上半年，考虑到通缩背景和增量资金，我们更多应该是调仓深入换股和选股。

2008 年 12 月 4 日——加杠杆带动增长

对于中国，杠杆化率亚洲国家中最低。房地产市场为我国当前经济波动的重要原因，而房市景气由房贷增速决定，房贷由实际利率决定，第二产业增速与贷款增速在近 30 年内也基本一致，再杠杆化将加快中国房地产和第二产业复苏。

图 17.28: 近十年来，中国贷存比不断下降，投资对银行贷款及政府支出的依赖度有所降低，转而更多地依赖企业留存收益和资本市场融资

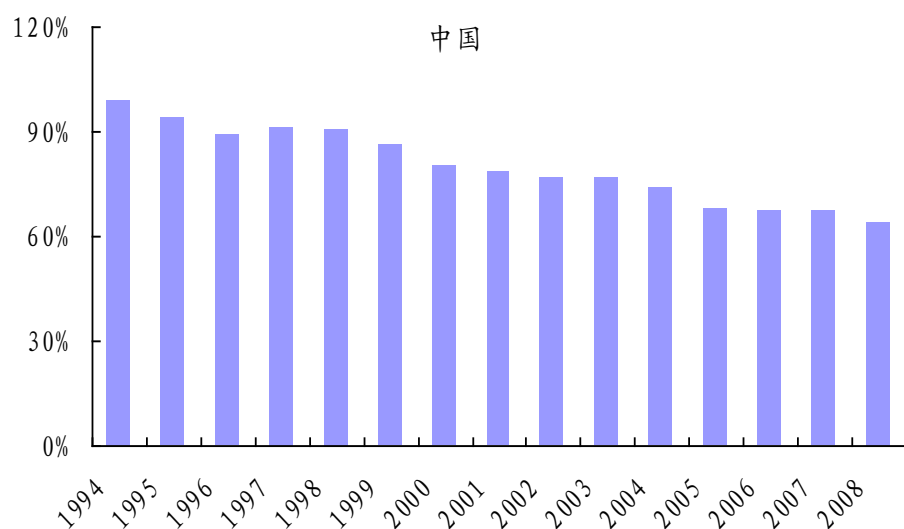
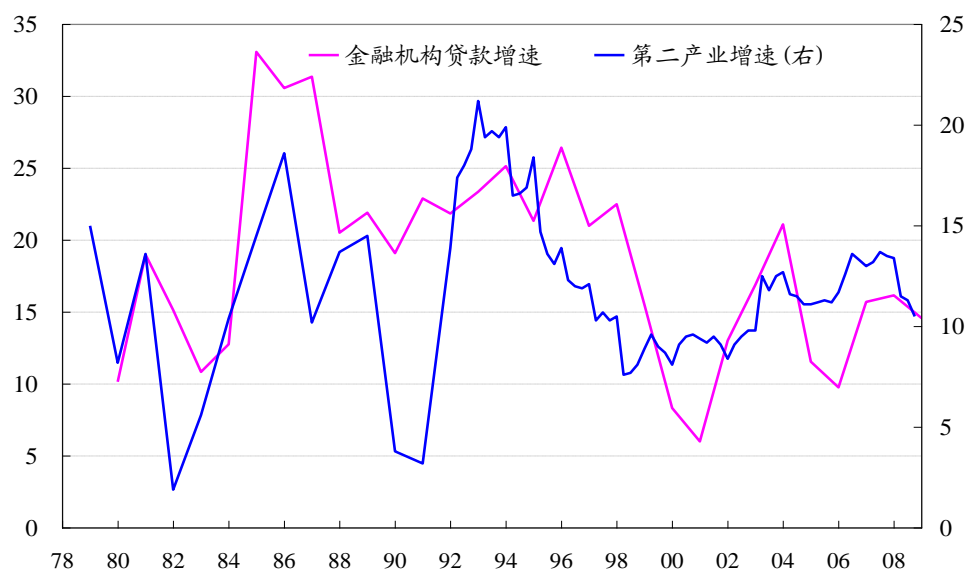


图 17.29: 金融机构贷款增速、第二产业增速



中国现在推动再杠杆化有几个有利条件：一是充裕的流动性；二是银行、企业和居民部门健康的资产负债表；三是增加放贷符合银行自身的利益；四是适当的政策鼓励。在这些有利条件的基础上，我们认为政府旨在提高经济杠杆比率的政策措施能够确保再杠杆化的展开，从而带动中国经济尽快走出低谷。

表 17.9: 07 年诸多因素好于 97 年

	1997	2007
国企净利润总额占 GDP 比重	-0.5% ~ -1%	4.3%
亏损国有企业数目	25800	5682
银行系统不良贷款率	40% ~ 50%	6%
城镇居民人均收入五年平均增速	5.7%	9.9%

都说往往最后两个月的走势能够预示明年大盘走势和强势板块，主要因为是主流投资者将对明年的预期进行布局的意图（或者潜意识）写在大盘走势的图形上。去年 11 月单边下跌，12 月逐渐企稳反弹。今年全年市场多数时候单边下跌，最后一个季度才企稳。

今年已经过了一个月，市场的主要指数比如大盘股的代表上证 50 主要是窄幅振荡，但是 12 月会有所表现。中坚指数沪深 300 指数也是窄幅振荡，同样 12 月会有所表现。以中小板指数为代表的各类小盘股走势明显是振荡上升，但是阻力越来越大。

图 17.30：三个指数的走势

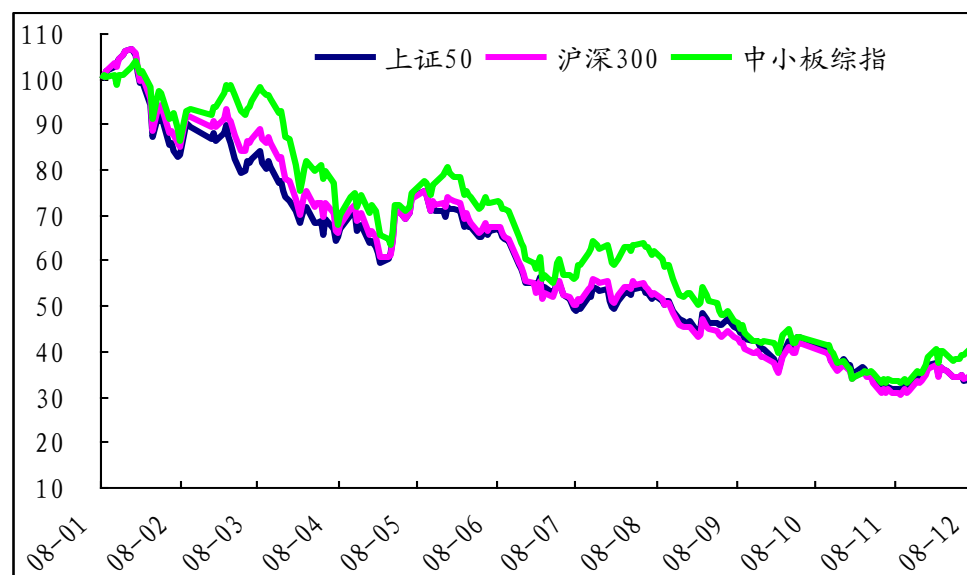
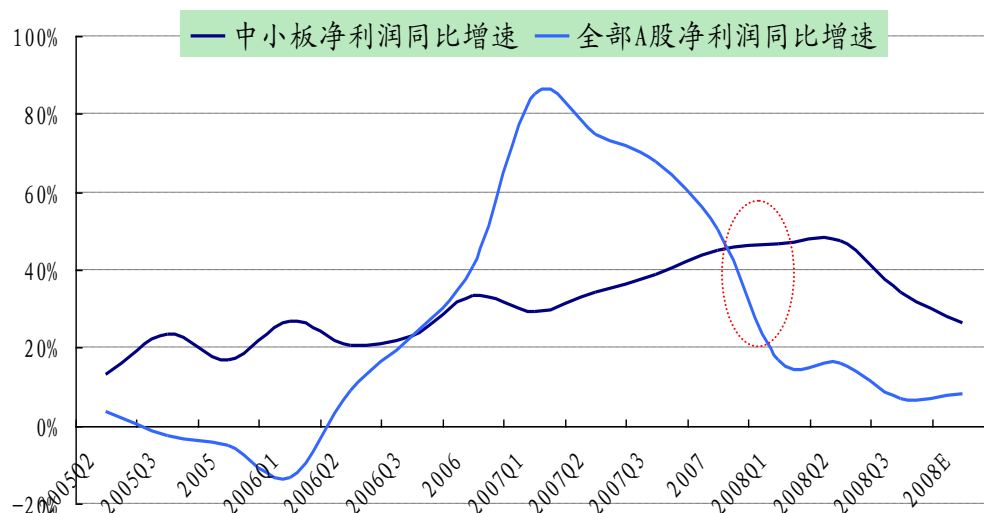


图 17.31：中小板公司的整体成长性比较突出



明年会不会出现这种情况？即，前几个季度主要的大盘股以振荡为主，等到下半年宏观形势逐渐明朗后，才会有所表现，毕竟大盘股对宏观经济非常敏感。而相当部分具有成长性，且不受宏观影响的小盘股上半年会表现出单边走势，下半年宏观经济形势明朗后会逐渐调整。另外部分质地一般的小盘股也可能讲下面的故事：就是很多产业资本，包括 VC 和 PE 已经认识到股票市场的价值，开始先大力介入小盘股，通过成为二三股东和大股东形成共识，共同经营公司，大股东负责内生性经营，VC 和 PE 把持有的优质资产逐渐注入公司，负责外生性经营。目前我已经碰到一些 VC 和 PE 在采取这个模式。

对于主流机构来说,明年上半年仓位控制和对大盘股的波动性机会把握仍然是最重要的。毕竟大盘股和小盘股是两个世界。

国内 A 股的纠错性行情还没有结束,我们判断尚能持续 2 个月左右。明年上半年,考虑到通缩背景和增量资金,我们更多应该是调仓深入换股和选股。

家电下乡的思考:作为推动内需消费的措施之一,“家电下乡”全国推广将于明年 2 月 1 日启动。这一消息刺激了家电板块的市场表现。

政策目标的估计最乐观:用四年时间使农村主要家电产品拥有率达到城镇 2000 年水平,实现家电下乡产品销售 4.8 亿台,拉动家电消费 6200 亿元,其他相关消费支出 3000 亿元,合计拉动消费 9200 亿元。

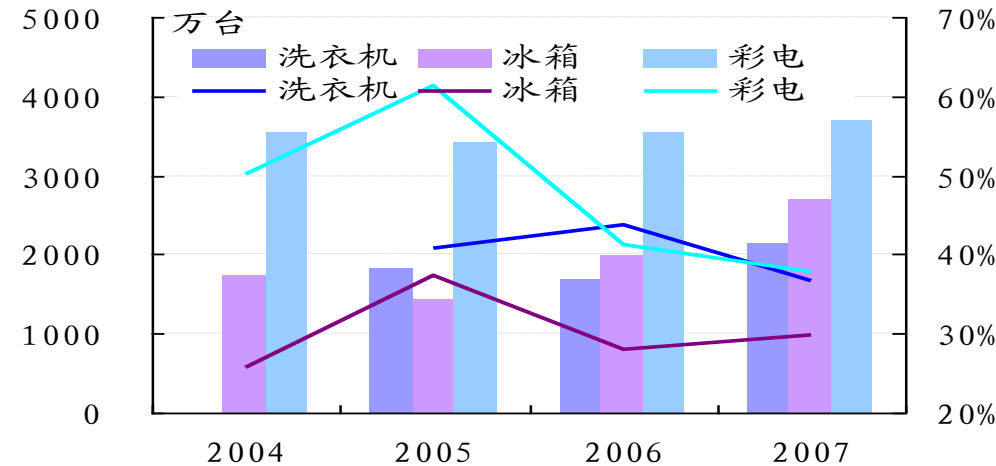
按照家电拥有率的目标,简单测算的结果要比政策估计略低一些:总需求量 3.7 亿台,销售额 4895 亿,相当于每年拉动家电需求超过 1000 亿元,拉动家电总需求 11%。

表 17.10: 按农村家电拥有率提高到城镇 2000 年水平测算的未来四年农村家电需求空间

	2000 年城镇每 百户家庭家电保 有量	2007 年农村每百 户家庭家电保有 量	2000 城镇比 2007 年农村保 有量高出的比例	2008-2012 年 农村保有量 CAGR	2008-2012 年 农村新增需求 量(万台)	总需求量 (万台)	中标产 品均价 (元)	销售额均 值(亿元)
洗衣机	90.5	45.94	97.00%	14.52%	7570	9610	1074	1032
电冰箱	80.1	26.12	206.66%	25.12%	9332	10550	1998	2108
彩电	116.6	94.38	23.54%	4.32%	3482	10480	1270	1331
手机	19.5	62(2006 年数据 替代)		9.24%	6720	6720	630	423
合计						37359	4973	4895

我们的行业研究员也相对看好农村市场对家电需求的驱动。除了家电下乡外,更重要的理由是,未来 12 年的农村居民的收入增长和农村人口结构。十七届三中全会提出的“到 2020 年农村人均纯收入翻番”。在未来 6 年内,目前 15-19 岁年龄范围内的农村婴儿潮人口将带来结婚潮。按 3% 的存量更新率计算,近 5 年来农村洗衣机、冰箱、彩电的销售量大约是 740 万台、525 万台、1701 万台,占总的内销量的比重在 30-40% 之间。

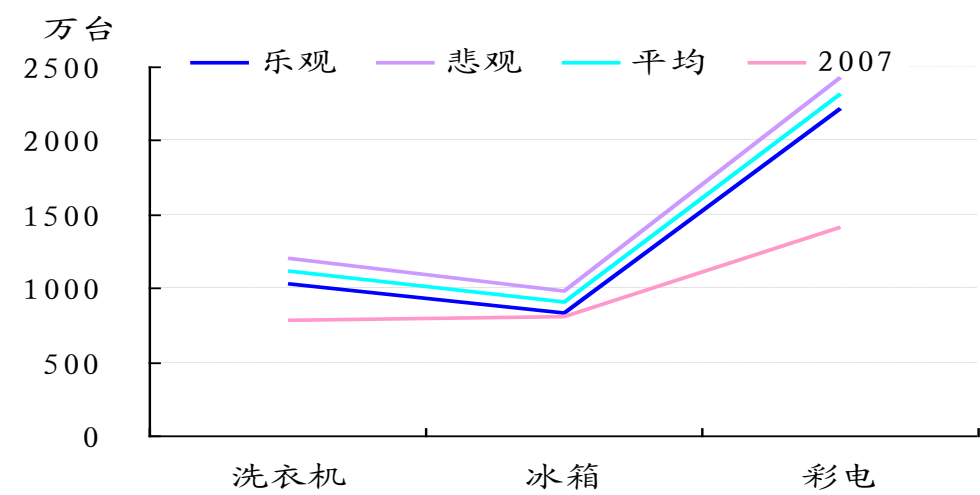
图 17.31: 近年来农村家电销量与销售占比



按照历史经验关系的收入-保有量关系,考虑家电下乡政策补贴相当于提高农村居民可支配收入,测算出来:家电下乡可能增加近几年农村家电年市场规模 5%-10%。而未来 12

年农村洗衣机、冰箱与彩电的年均销量可能分别在 800-900、650-800、1500-1700 万台之间；年销售额可能在 800-1200 亿元之间。

图 17.32：09-20 年农村家电年均销量预计



不论各方测算的具体数据有什么差异，这算超出市场预期的利好，提升了家电板块的估值水平。在比较有效的市场里，是市场参与者对基本面预期的边际改变决定了股价的变动，而非仅仅是基本面。

近期市场行业表现正如我们在 11 月 21 日市场点评《政策利好带动纠错性行情向纵深演化》论及的：“以 4 万亿的经济刺激方案为带动，行业热点随政策出现扩散。从最初的直接受益于基建的水泥、钢铁和工程机械，到电网投资的电气设备、3G 投资的通信设备，这些是直接投资拉动型的。接下来我们可能会看到经济刺激方案的重心会从投资转移到消费和就业上——这些政策利好带动相关行业成为短期热点。”

2008 年 12 月 31 日：莫为浮云遮望眼 战略看多股票市场

经过暴风骤雨般的下跌，目前的股市已经相当便宜，用《投资者的未来》作者、大名鼎鼎的西格尔教授的说法是 “Yes, Stocks Are Dirt Cheap!”，上次见到这么便宜的估值还在 30 多年前的“滞胀”时期。

表 17.11：08 年全球股市全盘皆墨，A 股位列跌幅榜“榜眼”

名称	年初至今涨跌幅（%）
墨西哥 MXX 指数	-24.19
伦敦金融时报 100 指数	-33.10
瑞士苏黎士市场指数	-35.59
道琼斯工业平均指数	-36.04
多伦多股票交易所 300 指数	-37.56
标准普尔 500 指数	-40.79
韩国综合指数	-41.09
西班牙马德里 SMSI 指数	-41.64
德国法兰克福 DAX 指数	-41.68
圣保罗 IBOVESPA 指数	-41.99

瑞典 OMXSPI 指数	-42.64
东京日经 225 指数	-42.86
纳斯达克综合指数	-43.06
法国巴黎 CAC40 指数	-44.23
澳大利亚普通股指数	-44.65
台湾加权指数	-48.08
菲律宾马尼拉综合指数	-48.29
香港恒生指数	-48.82
新加坡海峡指数	-48.87
意大利 MIBTel 指数	-49.33
印尼雅加达综合指数	-51.17
印度孟买 Sensex30 指数	-53.01
荷兰 AEX 指数	-53.31
奥地利 ATX 指数	-61.19
上证指数	-65.16
俄罗斯 RTS 指数	-71.94

图 17.33: 全球主要股市市盈率对比 (2008 年 12 月 30 日)

<HELP> 参见详细说明。

Msg:QUINCY TSE

全球股票指数比率

衡量 1 市盈率				97) WEI	98) EMEQ	
1) 北美/拉丁美洲		价格	净涨跌	市盈 率	本年 预测	下年 预测
4) INDU	道琼斯工业指数	8483.93	-31.62	10.23	10.34	13.56
5) SPX	标准普尔500指数	869.42	-3.38	19.36	12.13	11.15
6) CCMP	纳斯达克综合指数	1510.32	-19.92	29.05	15.88	13.96
7) SPTSX	标普/TSX综合指数	8637.29	326.74	10.25	8.58	8.96
8) MEXBOL	墨西哥综合指数	22392.38	-122.96	11.06	12.56	11.94
2) 欧洲/非洲/中东						
9) SXSE	道琼斯欧元50指数	2407.75	+19.45	7.79	8.20	8.00
10) UKX	富时100指数	4350.30	+30.95	7.73	7.80	8.72
11) CAC	法国CAC 40指数	3152.90	+22.18	8.13	7.99	8.27
12) DAX	德国DAX 30指数	4776.45	+71.59	10.58	10.66	9.37
13) IBEX	西班牙IBEX35指数	9074.50	+56.80	7.58	8.08	8.26
14) SPMIB	标普米兰证交指数	19264.00	+97.00	6.16	7.23	7.61
15) AEX	荷兰AEX指数	242.66	+1.85	4.36	6.49	7.24
16) SMI	瑞士市场指数	5533.70	+68.74	43.44	21.43	10.45
3) 亚太地区						
17) NKY	日经225指数	8859.56	112.39	12.88	17.96	16.47
18) HSI	香港恒生指数	14235.50	-92.98	8.73	10.57	10.26
19) SHCOMP	上证综合指数	1832.91	-17.57	14.22	14.13	12.44
20) AS51	标普/澳证200指数	3654.20	33.10	10.04	9.89	9.69
21) FSSTI	海峡时报指数	1770.65	-9.92	6.03	9.23	9.89

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2008 Bloomberg Finance L.P.
30-Dec-2008 20:03:51

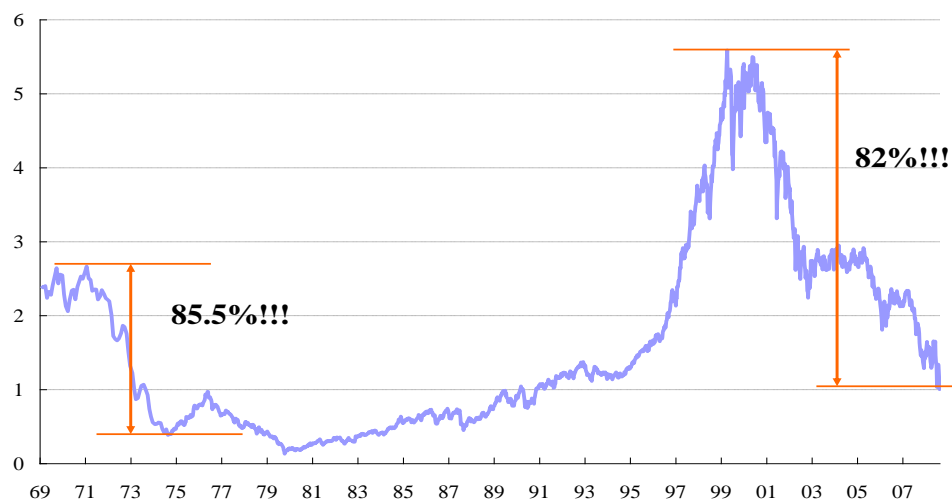
西格尔最近的观点颇为引人瞩目，他连续发表文章看多美国股市，认为现在投资美国 12 月后想不获得 20% 以上的收益率都难，标普 500 合理市盈率是 15 倍，合理点位是 1380 点！西格尔乐观的重要理由是：（1）扣除经济周期影响的“Normal EPS”应该是 92 美元，而不是计提了大量损益的 49 美元，也不是 1871-2007 年的均值 56.4 美元，原因在于 1981 年以来，分红率下降，导致 EPS 增速上升。（2）低利率对应高估值，目前只是 ERP 过高，

接近 0 的利率将对应未来更高的估值水平。感兴趣的朋友参见以下链接。

<http://finance.yahoo.com/expert/article/futureinvest/125716?sort=reverse&start=1&count=5#dtk-cmtsnt>。

我们赞同即使西格尔教授的观点，即使我们错了，美国重演大萧条，最深跌幅才 89%（当时实行金本位），而 01 年以来黄金计价的标普已跌去 82%，美股更可能以震荡反映衰退的现实，半年后可望重拾升势。

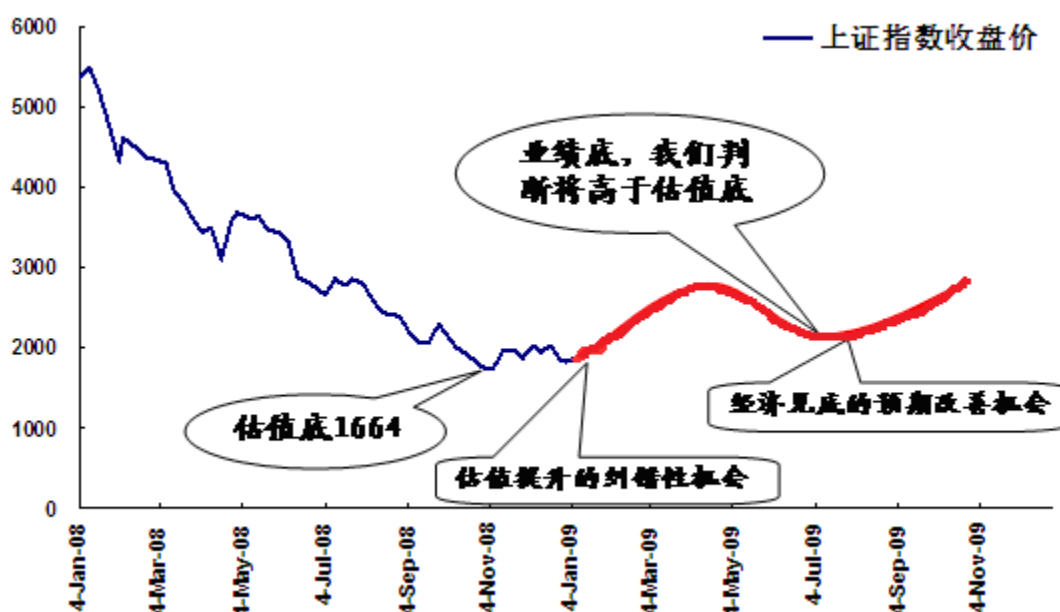
图 17.34: 黄金计价的标普指数



对于 A 股，站在岁末，站在 1800 重要关口，我们战略坚定看多，对政府“保增长”和中国崛起的信念使我们对未来并不过分悲观，又到了价值投资者坚定入市的时机。对于股票配置型投资者，则面临战术选择，我们推荐“双维视角”，建议围绕通胀周期选择资产配置。

我们不认为市场还会创新低，业绩底高于估值底。我们认为明年最可能的是 N 型走势。

图 17.36: 2009 年股市预测示意图



不过，尽管我们认为明年下半年机会更大，但是我们认为上半年就没有机会，而是认为继续上演跨年度的交错性行情，我们判断 09 年内部流动性仍然会充裕。中小市值成长、

创新（新技术、新能源）与主题投资大行其道。