

光大保德信基金

2015年7月权益投资策略

一、 市场研判

1、 本轮股市调整的原因

经济、流动性与风险溢价构成决定资产价格的趋势性变量，交易制度短期冲击市场的波动，其外溢性大小在于能否导致三大核心因子的边际影响。

宏观经济与以资金价格反映的广义流动性环境没有发生变化（大类资产反映了一定的边际递减效应）；激烈的去杠杆引发股权风险溢价的大幅攀升（政策信仰衰减导致风险偏好下降），市场呈现去牛市信仰化。

- ◆ 股权风险溢价调整与去杠杆容易导致极端化风险。
- ◆ IPO 暂停有助于缓解短期市场资金供求，但不改变趋势。
- ◆ 汇金入市有助于稳定短期市场，趋势仍在于市场自身。
- ◆ 系统性估值泡沫与货币政策构成牛市破灭的原因，本轮市场更多呈现的是结构性估值泡沫，而货币政策拐点尚未到来。

2、 对下阶段市场的看法

- ◆ 业绩基本面逻辑难以支撑背景下，股权风险溢价的修复不仅取决于直接救市，更与超预期的改革政策有关；在货币政策拐点担忧被证伪后，流动性环境成为支撑市场中枢的确定性因素。
- ◆ 场内融资与股权质押有去杠杆压力，考虑风险承受与政策救市的对冲效应，去杠杆第二阶段的系统性风险有限。
- ◆ 长端利率可能有所松动，假设股权风险溢价回归正常中枢，对应上证指数下限支撑位 3300-3400 位置（隐含假设是市场不会受到利率冲击与宏观基本面的不确定性影响）。

二、 行业配置观点

1、 行业配置的基本标准：

- ◆ 去杠杆压力小，去泡沫压力小的资产。
- ◆ 流动性敏感度较高，政策弹性较高的资产。

2、 行业配置的建议

- ◆ 以融资余额/流通市值来看，非银、有色、TMT、军工等场内融资去杠杆压力相对较大；休闲服务、银行、纺织服装、食品饮料、轻工制造等行业的杠杆压力相对较小。
- ◆ 从去年7月至今行业涨幅的分解来看，除了绝对估值很高的TMT类资产，也要注意实体周期类资产主要以估值提升为主。
- ◆ 建议7月超配行业：银行、交运、食品饮料、家电。低配：计算机、传媒、商贸。

3、抗股灾组合配置建议

- ◆ 低市盈率 (<40)
- ◆ 低前期涨幅 (<80%)
- ◆ 低融资买入占比 (<20%)
- ◆ 避免过小市值带来的流动性风险 (自由流通市值 >100 亿)

向后看，我们对股市的健康发展充满信心，当前股票的估值已经回归合理区间，已经具备中长期投资价值。从本轮市场的发展逻辑来看，国企改革、一带一路以及金融改革的力度只会加速而不会停止；中短期内货币流动性依旧相对充裕，实体经济增长在经历了过去几年的弱势调整后，下行风险已经释放，以及考虑到股权融资市场繁荣的趋势以及居民资产配置转移的过程仍在，我们认为股市的内在价值前景依然相对乐观。

声明提示：本材料为内部培训使用，不得以任何形式向投资者分发，不视为宣传推介材料。以上数据仅供参考，未经光大保德信基金管理有限公司书面许可，不得复制或散布本资料的任何部分。所有的这些不能视为建议或推荐，不作为公开宣传推介材料，以及购买或销售任何证券的要约或邀请，也不能视为采纳任何投资策略的建议。