

每周基金视野:

新增资金偏紧下风格难转换，航运板块预期好转

基金研究员

冶小梅

(0755) 82493609

yexm@lhqz.com

新增资金偏紧下，风格转换难以完成

密切关注可能引发驱动因素逆转的可能，首先是市场投机过度引发政策逆转，其次是经济增长出现波动导致经济预期逆转，最后是货币政策收缩导致流动性预期逆转（浦银安盛）。中央经济工作会议可能的政策变化，流动性充裕格局在年底是否会有重大改变，投资者对人民币市值预期的变化，地产销售和地产政策对市场的影响等，短期这些都不确定，市场可能需要一些额外的刺激因素或等待不确定因素逐步明朗才会产生趋势性的变化（易方达）。若中国能成功复制上世纪六七十年代邻国日韩消费行业明显改善的历史路径，投资者对于消费类股票只能作为防御性品种的认识将有望改变。但我们认为目前的中国还需要在经济发展上有更大进步才能从根本上解决更广大民众的收入增长问题（光大保德信）。针对中国的贸易保护主义已全面抬头，明年中国的外贸形势很可能变得更为严峻，外需可能没预期的好；而一旦相关层面确认经济回到了一个正常的轨道上，那么抑制局部过热及有着民生顾虑的行业可能就被提上日程（交银施罗德）。市场回调出于对资金供给的担忧，短期超预期的融资压力（银行 2200 亿）或一定时间内融资速度的加快会压制一定市场上涨空间（中海）。大秦铁路除了手握增发大单外，仍有 135 亿元的中期票据融资未实施，共计 300 亿元，对市场造成巨大的资金压力（工银瑞信）。部分超额收益明显的板块已较为充分反映了对宏观经济的预期，因此资金本身需要从前期涨幅较多的板块和小盘股转移出来。但由于其他板块短期缺乏明显催化剂，整体市场资金供给偏紧，这种风格的转换很难一步到位完成，短期市场仍会较为疲弱（融通）。

投资增速下滑可能有限，中期可继续看好

从历史看，工业企业存货增速的平均水平应该是在 10%。在政策和一些先导性行业需求的拉动下，三季度企业开始回补库存。按照历史经验来看，库存从一个低水平恢复到正常水平大致是四个季度的时间，企业增加开工回补库存的动力将至少推动经济上行到明年二季度（长信）。2010 年总体的信贷规模倾向于控制在比 09 年略低的水平，但是会保留一定的弹性，以应对可能出现的各种问题；刺激消费的各种政策，包括汽车购置优惠、家电下乡等，不仅不会退出，反而有进一步扩大到其它领域的可能；促进民间投资方面，政策或许也将有一定的作为（银华）。今年新开工项目中的 60% 以上属于期限相对较长的政府项目，明年在总规模上较今年很难出现明显的下降，目前以房地产为代表的民间投资有启动迹象，将适度弥补政府投资在增速上的下滑，因此，2010 年投资增速下滑的幅度可能是比较有限的。未来半年刺激政策还难以回归中性，总体基调可能仍是适度宽松，与此同时，目前已开始的热钱流入，2010 年很难出现缓解迹象。资本市场很可能在“适度宽松”货币政策和热钱持续流入的交互作用下维持较为宽松的态势（交银施罗德）。投资人应该更加注意广义货币供应而非仅是人民币贷款的增长，外汇占款流入可以像人民币贷款一样对实体经济起到注入流动性的作用（国联安）。预计未来半年到一年的时间，A 股市场作为新兴市场的代表，将成为国际投资资金主要流入目的地（南方）。很多人认为中国的消费起不来是由于社会保障体系不完善，我们认为真正的原因是居民货币的可获得性不够，消费信贷一旦启动中国消费的启动会很快，这是未来中国经济最大的故事（国海富兰克林）。未来 3-5 年是中国消费产业分享 80 和 90 后这群消

费倾向最高一代的人口红利黄金期(华宝兴业)。本次暴跌属情绪驱动的短线波动(浦银安盛)。未来一个季度到半年左右,市场将整体呈现震荡上行的态势,重心将不断上移(华安)。我们继续维持对市场年底至明年春良好行情趋势的看法(诺安/中海)。中期看好,将利用短期震荡进行结构性调整(申万巴黎)。在经济复苏趋势不变、国际热钱持续流入、流动性依旧宽松的背景之下,A股市场中期将保持强势上行趋势,其表现有望超过当前投资者的预期(南方)。

大消费仍是配置主流, 航运板块预期好转

未来全球长期投资的方向将仍然是资源、能源、大宗商品,新兴市场成长型股权,和资源型或成长型国家货币的投资(南方)。可能会出现新的避险资金,他们会继续推高譬如黄金、大宗商品和其他资产的价格(东吴)。新兴市场国家央行在未来会增加储备黄金,这或许也是继续买入黄金的投资者的一致预期(泰达荷银),继续看好黄金(博时)。符合大消费、中西部、行业集中等趋势,且具有良好公司治理和优秀管理层的上市公司将是我们重点关注对象(景顺长城)。我们的组合中要加入一些盈利正在改善的周期性行业,以增加组合的进攻性(交银施罗德)。随着产业结构趋势的变化以及市场对估值泡沫的担忧,必然会有资金流入金融股、航运股等安全度较高品种(银河基金)。航运板块或将出现复苏,我们预期部分盈利水平较高、估值偏低的上市公司或将有超预期的表现(摩根史丹利华鑫)。我们觉得未来两年航空业存在较大机会(海富通)。明年实体经济对资金的需求会上升,意味着实际利率可能上行,只要货币政策不过分紧缩,则银行面临较好的局面(长信)。我们关注三类机会,首先是业绩回升趋势已经确立的房地产和汽车业;其次是快速反转的IT和机械行业;第三类是可能已经见底的行业,比如钢铁(国海富兰克林)。围绕消费升级和人民币升值两大线索进行布局。汽车行业2010年的新增产能不多,若销量能增加15%,利润增长预计能超过15%,甚至达到30%。汽车板块的上升趋势将在2010年得以延续(国联安)。在经济强势复兴但后期政策尚待观望的情况下,近期宜提升行业配置的安全边际,关注内需主导且收入增长较快的行业,如家电、家具、零售、医药等;价值链上游行业,如银行、地产、煤炭等(国投瑞银)。看好二、三线城市和农村的房地产、汽车、家电、家纺、品牌服装需求的持续提升。中西部城市也是未来消费增量的来源,东部发达地区是消费存量升级的主要驱动因素(华宝兴业)。金融、基建、出口与部分消费板块估值偏低,从经济复苏梯级扩散效应提携行业景气复苏与板块轮动看,值得精挑细选(金鹰)。市场风格的转换有可能再次来到,配置上侧重于权重蓝筹股(诺安/中海/申万巴黎)。关注大盘权重股尤其是滞胀品种的补涨机会(中邮)。风格转换取决于两个因素:其一中央经济工作会议能否传达出有利于市场作出明确选择的信息;其二房地产市场活跃的成交趋于平淡后,资金出于配置的需要是否会对市场形成新增供给(融通)。中国现在的保险行业或许就是皇冠上的明珠(鹏华)。看好科技产业、金融股与资源类股票(上投摩根)。电、水、油气价同时上涨,通胀预期加重,对二级市场更将形成通胀概念的主题投资(工银瑞信)。政府乃至全民都希望经济增长的重心转到消费,但结构调整不是朝夕之事,消费类股票明年或者一段时期之后的业绩能超预期吗(易方达)。

目 录

易方达基金——待不确定因素明朗才会产生趋势性的变化	4
景顺长城——符合大消费、中西部、行业集中等趋势是配置方向	4
南方基金——经济复苏趋势不变，国际热钱持续流入	4
交银施罗德——2010 年经济 W 型复苏，市场双轮驱动	5
海富通基金——未来两年航空业存在较大机会	7
博时基金——看好资产管理行业，继续看好黄金	7
华安基金——相对看好大市值的蓝筹板块	8
信诚基金——大盘股需要增量资金或者事件刺激等因素的配合	9
国海富兰克林——市场可持续乐观至明年一季度	9
银河基金——金融、航运等安全度较高品种给予更高关注	10
华宝兴业——未来 3-5 年是中国人口红利的黄金期	10
诺安基金——继续对市场年底至明年春良好行情趋势的看法	10
融通基金——处于真空期，短期市场仍会较为疲弱	11
长信基金——企业投资扩张动力在“新农村、城市化和低碳”上	12
鹏华基金——中国现在的保险行业会否是那皇冠上的明珠？	12
中邮基金——关注大盘权重股尤其是滞胀品种的补涨机会	13
国联安——围绕消费升级和人民币升值两大线索进行布局	13
金鹰基金——从金融、基建、出口与消费板块挑选估值低股	14
广发基金——不同的理念和不同的投资目标会有不同的决策	14
摩根史丹利华鑫——航运板块或将出现复苏	14
中海基金——建议择机增配大盘股	15
申万巴黎——维持中期看好市场的观点，积极关注大蓝筹	15
天弘基金——钢铁行业基本面向好趋势日益明确	16
银华基金——促进民间投资方面，政策或许将有作为	16
泰达荷银——新兴市场国家央行在未来会增加储备黄金	16
上投摩根——看好科技、银行以及资源类股票	17
工银瑞信——电、水、油、气价同时上涨，通胀预期加重	17
浦银安盛——本次暴跌属于情绪驱动的短线波动	18
东吴基金——避险资金会继续推高黄金、大宗商品等资产价格	19
建信基金——继续看好银行、钢铁以及风格转换机会	19
汇丰晋信——受益于调整经济结构的板块会更加受青睐	20
光大保德信——解决更广大民众的收入增长问题是难题	20
光大保德信——仍旧维持对跨年度行情的判断	21
国投瑞银——近期宜提升行业配置的安全边际	21

易方达基金——待不确定因素明朗才会产生趋势性的变化

前期宏观经济数据显示我国经济复苏仍然强势，微观企业盈利亦在不断改善，A股市场基本面未发生大的变化；因此短线回调属于正常，也更利于在经济复苏大背景下股市行情的长远、健康发展。

易方达科翔：从风格来看，金融、地产等大市值股票普遍落后于指数，而以创业板为代表的一批中小市值股票表现抢眼，涨幅远超大盘。而从8月份调整以来，中小盘指数已经持续战胜大盘近4个月，市场结构的差异化表现非常明显。短期而言，市场存在的不确定因素有：中央经济工作会议对当前经济形势的判断和相应的政策变化情况；流动性充裕格局在年底是否会有重大改变；投资者对人民币市值预期的变化；地产销售和地产政策对市场的影响等等。因此，市场可能需要一些额外的刺激因素或者等待不确定因素逐步明朗才会产生趋势性的变化。我们没有能力对市场的短期趋势作出判断，因此目前只能将精力集中在企业和行业的基本面研究上，希望能找到在这轮危机中脱颖而出的优质企业。

易方达科汇：前几周指数权重较大的金融、地产、资源等板块基本不涨或者下跌，而消费相关股票如食品饮料、百货商超等等，静态估值在急速提升。诚然，经济调结构势在必行，单纯投资拉动的GDP不可能持续，政府乃至全民都希望经济增长的重心转到消费，但结构调整不是朝夕之事，这些股票明年或者一段时期之后的业绩能超预期吗？没有确切的答案，但想在这些股票之中选取相对估值低且可持续的品种是应对之策，同时不能忘记每逢市场风格分化到了极致之时，常常会伴随转势或者风格切换的出现。

景顺长城——符合大消费、中西部、行业集中等趋势是配置方向

近期市场波动不大，未来选择资产方向不妨考虑以下三个思路：一、**牢牢把握消费主线**。消费对GDP的贡献率目前处于底部，而未来将呈上升趋势是可以明确的。包括**汽车、住房、服装、医药**等大消费类行业值得长期看好。二、**挖掘中西部崛起机遇**。最近两年的消费数据、GDP指标以及发电量等工业指数，都表明我国中西部经济正处于强势崛起的临界点。一方面东南部沿海地区的资产上涨状况将在中西部重演，另外中西部的消费升级开始取代已放缓步伐的东南地区，西部大开发、中西部崛起是过去十年来的愿景，在未来十年将成为现实。三、**行业集中度提升，品牌创造超额利润**。经过30年激烈竞争发展，今后社会整体竞争度将下降，受益于知名度提高的上市公司利润增长显著，如空调、家电、啤酒等行业中已凸显品牌效应。我们可以从以上三个方面寻找选股思路，**符合大消费、中西部、行业集中等趋势，且具有良好公司治理和优秀管理层的上市公司**将是我们的重点关注对象。

南方基金——经济复苏趋势不变，国际热钱持续流入

中央经济工作会议将在本月底前后召开，市场对此次会议可能讨论的政策退出问题比较担忧，我们认为短期内宽松的政策环境仍将延续。但政策的手段会更加灵活，央行货币回笼、银监会信贷监管的力度会加强。同时，**预计此次会议将会加**

加大对调结构政策的推进力度，特别是消费政策和区域政策。从国际视角来看，金融危机之后，世界经济新格局在基本面支持下的长期趋势主要表现为三个方面：投资者到新兴市场寻求增长，投资者意欲要跑赢货币，投资者设法躲避美元持续下跌和出现危机的风险。今年国际金融市场的总体趋势，就是在这三大基本动力驱动下运行的，表现为股指上升，长期国债收益率上升，美元贬值，信贷息差降低，石油及其他大宗商品涨价。这三大基本动力将长期推动此市场趋势前行，未来长期投资方向将仍然是资源、能源、大宗商品，新兴市场成长型股权，和资源型或成长型国家货币的投资。预计未来半年到一年的时间，A股市场作为新兴市场的代表，将成为国际投资资金主要流入目的地。因此，对于A股市场中期趋势，我们认为，在经济复苏趋势不变、国际热钱持续流入、流动性依旧宽松的背景之下，市场将保持强势上行趋势，其表现有望超过当前投资者的预期。

交银施罗德——2010年经济W型复苏，市场双轮驱动

投资总监：对于2010年的宏观经济，我们预期将呈现非对称的W型复苏态势。目前宏观经济正在由W型的第一个底往上V型复苏，此种趋势估计将延续到明年二、三季度，然后下调寻找W型的另一个底，我们预期第二底GDP增速将不低于8%。作出这样的判断，主要是基于对“投资、出口、消费”这“三驾马车”2010年实际运行情况的预测。首先，今年投资增速过高，对经济增长贡献过大（前三季度对经济增长贡献超过90%），明年将难以维系。一方面，今年投资的高增长，源于金融、经济危机促发的极度宽松政策，是典型的非常态，明年至少从增速的角度论，将趋势性下滑。但另一方面正因为今年经济的增长基本上得益于巨大的政策刺激，刺激政策的退出可能不得不慎之又慎，决策层不得不充分估计刺激政策退出后中国经济可能面临的二次探底风险和伴随过度宽松刺激政策过早退出可能带来的呆坏账风险；同时，今年新开工项目中的60%以上属于期限相对较长的政府项目，明年在总规模上较今年很难出现明显的下降，特别考虑到：目前以房地产为代表的民间投资有启动迹象，将适度弥补政府投资在增速上的下滑，因此，2010年投资增速下滑的幅度可能是比较有限的。其次，出口在今年前三季度对经济增长的贡献是负40%多，明年肯定会好一些，但也不能确定明年出口就一定会对经济增长产生正贡献。一方面，中国经济率先复苏，是全球经济体中表现最为亮丽的经济体，明年很可能出现进口大于出口的态势；另一方面，虽然今年中国的出口下滑了15%左右，但中国在全球贸易中的出口占比不降反升，目前针对中国的贸易保护主义已全面抬头，因此明年中国的外贸形势很可能变得更为严峻。总而言之，从外需来讲，明年的形势会非常严峻，可能没有我们预期的好。最后是消费，在很多人看来，或许中国所谓的深不可测的内需市场就目前看是不存在的，因为人口占比高达80%的中国农村居民一年的收入也就5000多元。但如果我们换个角度来看，目前中国人口高达13亿，如果人均收入按6000元计算，那么中国一年潜在的内需市场就可达7.8万亿。同时，考虑到中国改革开放30年，民间已积聚了巨大的财富，中国潜在的内需市场不仅巨大，而且具有广阔的培育空间。因此，只要中央政府着眼于启动刺激、中长期培育，比如今年政府成功地启动富裕人群的汽车、房地产消费和弱势群体的家电消费，那么2010年，甚至更长时间消费的稳定增长还是可以预期的。总体而言，展望2010年，在宏观经济的“三驾马车”中，基于今年的庞大基数，投资增速可能出现下降但幅度估计不大，而出口可能没预期的那么好，至于消费，虽然大有文章可做，但短期

而言，可能还是维持稳定增长的态势。因此，2010年中国经济的增长，很可能在一、二季度延续从底部快速反弹的趋势，惯性上冲，然后随着政府投资增速的下滑，民间投资不能完全替代，而出现调整，但调整的底部可能还是在8%以上。就资本市场而言，未来半年很可能上演业绩和流动性双轮驱动行情。一方面，由于宏观经济复苏的传导和基数效应，未来半年上市公司盈利同比增速将出现高增长。另一方面，未来半年刺激政策还难以回归中性，总体基调可能仍是适度宽松，与此同时，目前已开始的热钱流入，2010年很难出现缓解迹象。资本市场很可能在“适度宽松”货币政策和热钱持续流入的交互作用下维持较为宽松的态势。2010年资本市场在业绩和流动性的双轮驱动下，很可能阶段性触及或突破市盈率25倍的估值上限，而基于目前市场的估值水平，到达25倍市盈率的估值上限，大盘预期有20%左右的上涨空间。

交银稳健：宏观经济方面，总的结论是，我们觉得中国经济的复苏要领先海外经济2到3个月，主要原因是中国的经济刺激政策，大概是去年十二月底开始的，而美国或欧洲正式的经济刺激政策是今年三月份左右出台的，所以就经济政策出台的时间而言，中国已经领先海外3个月左右。同样，我们的经济表现也会领先海外2到3个月左右。股市方面，我们也仍然领先海外2到3个月左右。今年七月底，A股市场投资者比较担心经济复苏的进程会否被打断，同时担心股市估值是否高估，盈利丰厚的投资者有想离开市场的情绪。这个情绪，现在开始在外围股市出现。这也是为什么最近美国和欧洲的股市开始了一些连续的回调，他们需要等待信号来确认经济复苏。所以，现在看美国经济和美国股市的话，意义不大，它就像是在后视镜里看中国的股市和经济。中国的经济从目前看起来是恢复得相当的好的，今年四季度的单季度GDP可能恢复到9%到10%，相当于2008年2季度的水平。但这两个时间段有一个重大的差别，2008年2季度是整个宏观经济在往下走，而2009年的四季度中国的宏观经济在往上走。从投资来看的话，除了政府的基建投资，房地产的新开发面积也增加得比较快，反映民间投资无忧。进出口方面，虽然出口的恢复情况比预计的要差些，但是也在一个恢复通道上。另外，消费的情况也不错，有一个15%、16%左右的增速，考虑到物价仍然是负的指标。所以，我们自己感觉的话，整个经济的复苏，是非常好的，而且正处于一个由正常的增长速度慢慢地向非常热的增长速度之间过渡的阶段。我们接下来会密切关注经济政策的变化，包括即将召开的中央经济工作会议。我们认为，一旦相关层面确认经济回到了一个正常的轨道上，那么抑制局部过热以及有着民生顾虑的一些行业可能就被提上日程了。而美国现在的情况是，因为滞后，他们仍在担心消费者信心指数的波动。我们可能需要看得更加长远，要能远望到一两年的盈利增长的股票，把它作为我们的基础组合。同时，我们的组合中还要加入一些盈利正在改善的周期性行业，以增加组合的进攻性。而且，因为周期性行业的复苏是不同步的，有些周期性行业的库存已经比较低，价格在往上走，但是有些周期性行业的价格还是往下掉的，库存还是比较高，所以这个阶段，我们在把好的持续成长和估值合理的股票作为核心持仓的同时，还会去去寻找周期行业的行业轮动机会。

交银蓝筹：尽管信贷增量较上半年明显减少，但同比增速依然较高，流动性充裕的根本现状有望继续保持。与此同时，M1指标曲线已上穿M2指标，两者之间“喇叭口”的闭合，体现出存款“活期化”的延续。此外，我国外储与外汇占款同时出现加速流入的情况，也预示着来自外部的流动性将为国内市场带来更多的新鲜

血液。而热钱的加速流入与 FDI 的强势增长, 都体现出国际资本对我国经济增长的信心。总体上, 流动性充裕的根本现状有望继续保持。

海富通基金——未来两年航空业存在较大机会

权重板块表现落后于大盘, 侧面反应出投资者对于流动性的担忧, 近期关于明年流动性进一步收紧的传言也是市场震荡的主要原因之一, 而经济复苏的利好消息对市场行情有一定拉动, 两方面作用让市场走势较为犹豫。未来 3 个季度 CPI 同比将快速回升, 通胀和加息预期加大, 市场对于银行净息差改善预期会加大, 同时明年 Q1 信贷再度出现季节性大幅增长的可能性很大。目前银行绝对估值和相对估值均处于较低水平, 基本面改善将有助估值提升。偏向息差弹性大、资本充足率较高的银行。

我们觉得未来两年航空业存在较大机会, 理由如下: 1、人均 GDP3000 美元带来由生产驱动型增长向消费驱动型增长转变。中国城镇化的逐步深化和财富效应的逐步累积, 成为航空业增长的主要驱动力, 预计未来 10 年中国航空业的复合增长率都将超过 10%。2、运力供给在 2010-2012 年将少于 10%: 2006-2007 年, 中国航空行业处于相对繁荣期时, 每年增加的飞机数量在 130-140 架左右, 增速约为 15%; 由于行业的繁荣也导致了飞机采购数量的直线上升, 理论上 2009-2012 年间的运力供给相当过剩, 但实际上也许并非如此: (1) 飞机的推迟交付。波音和空客由于自身受到金融危机影响、技术问题及机械师罢工等因素影响, 不断宣布推迟 B787、A380 飞机的交付时间。预计上述两种机型在 2011 年才开始逐步交付使用, 比预计交付时间推后约 2 年。(2) 2008 年, 民航总局出台了很多控制运力的措施, 包括 2010 年以前, 对于新设航空公司的申请, 原则上仍不予受理 (3) 资本金匮乏、现金流紧张也导致航空公司主动退出运力, 减少资本支出。从 2008 年 7 月到目前为止约一年的时间, 国内航空公司没有新增飞机订单, 更多是到期退租、出售飞机的行为。例如, 南方航空在 2008 年底将 23 架包括 B777-200A、A300-600、MD90 等机型的飞机, 列入淘汰退役计划, 并计提了 15.9 亿元的资产减值准备; 东方航空也在 2008 年底, 对若干架计划短期内退役的飞机计提了 11.4 亿元的资产减值准备。3、集团注资增加了资本金供给, 低利率的环境也相应的减少了财务费用。从 2008 年底以来, 我们看到国家国资委、地方国资委等不断向航空公司注资, 补充资本金, 这极大的缓解了航空公司的资金需求, 直接降低了资产负债率及财务费用的水平。至于利率, 即使加息, 利率也是从底部开始逐步上升, 加权平均利润也处于较低水平。

博时基金——看好资产管理行业, 继续看好黄金

博时平衡配置: 时值岁末, 想一想更远一点的事情。目前, 中国需要通过扩大内需、增加消费来改变此前以出口为导向的经济增长方式。目前中国居民人均收入在 3000 美元左右, 到了消费升级、消费加速阶段, 所以消费面临较好的机会。目前中国在增加消费方面也做了很多工作, 包括进行医改、完善社会保障体系等, 但中国增加消费可能应该有新思路, 如营造企业创新环境, 扩大直接融资的比重, 通过资本市场的发展, 让居民享受到资本增值的财富效应, 以此作为扩大消费的一个促进。在我们看来, 增加消费, 需要发展服务业, 服务业发展中最重要、最

核心的亮点之一就是资产管理行业, 未来中国的资产管理行业还面临很大的机会。还有企业年金、养老金等都可以进入资本市场。再过十年, 中国可能会有管理资产规模超过 1 万亿元的基金管理公司。我们继续看好黄金, 黄金天然不是货币, 货币天然就是黄金, 黄金从根本意义上说, 是它的货币属性, 而不是它的商品属性, 它的真实商品需求并不大。并且金本位制确实会抑制经济发展, 但现在走到了另一个极端——以美元为标的的纸币本位制。美国政府只考虑自己的问题, 滥发纸币, 这其中的重要事件是: 2009 年 3 月份, 美联储直接向财政部购买 300 亿美元国债, 导致市场恐慌, 这是今年的一个转折点, 未来以美元纸币本位为主的国际货币体系将走向以一篮子货币为主的, 包括特别提款权的货币体系, 这是一个很重要的变化, 这个变化会导致未来 10-20 年全球经济的波动。现在, 黄金 1000 多美元/盎司左右, 这其实没有考虑通货膨胀的因素, 如果剔除通货膨胀, 现在黄金就在 400 多美元左右, 而 1980 年黄金就到过 800 美元。目前, 美元最大的玩家是各国中央政府, 美国黄金储备有 8000 多吨, 中国只有 1054 吨左右。在以美国、法国、德国、葡萄牙为主的西方国家的外汇储备中, 黄金占了 70% 以上的比例, 纸币只占 30%, 但中国、俄罗斯、日本等国家在它们的外汇储备中, 黄金只占 1%—2% 左右, 其余全部是纸币。近期印度购买 200 吨黄金, 这是一个重要信号, 可能表明印度政府对国际货币体系的思考, 对美元的重新认识。在黄金 9 月份第一次突破 1000 美元/盎司的时候, 用格林斯潘在彭博上有个讲话, 说这只是“逃离纸币体系的初级阶段的一个信号。”

博时新兴成长: 从估值水平上看, 目前沪深 300 指数 09 年动态 PE 为 23 倍左右, 尚处于合理区间。临近年底, 市场即将着眼 2010 年, 按目前市场较为一致预期即 2010 年企业盈利增长 20% 测算, 明年沪深 300 指数动态 PE 降为 18 倍左右, 估值水平较低; 市场需要的是未来数据能支持这一预期, 中间过程是指数震荡向上; 经济依然处于复苏过程中, 流动性依然比较充裕, 央行强调继续保持宽松货币政策, M1 继续大于 M2, 上升趋势进一步加大, 存款活期化和居民存款搬家迹象明显, 资金面将继续保持充裕, 支持市场继续向上。经济增长模式改变, 传统的“中国制造, 美国消费”模式已不适合未来发展需要, 制造业庞大的过剩产能需要内部消化, 经济结构调整进度必须加快, 培育新的增长点、提高内需消费是未来国家基本国策; 未来刺激内需消费政策可期, 2010 年投资将受到调控, 通过扩大消费来拉动经济增长是必然途径。今年的消费增长很大程度得益于政策刺激, 因此明年继续出台消费刺激的政策是值得期待的, 如汽车优惠政策扩大, 家电下乡的产品范围扩大等; 另外一种内需是依靠政府投资补贴, 投资创造需求, 比如新能源。现阶段, 除了证券板块, 以及水泥、机械、化工等中间制造业之外, 还相对看好汽车、家电、零售、食品饮料、医药、新能源等行业。

华安基金——相对看好大市值的蓝筹板块

2009 年 11 月 24 日大跌点评: 从市场运行的情况来看, 市场总体呈现出震荡下跌的走势, 在绝大部分交易时段里大盘继续表现出 11 月份以来的窄幅波动的特点, 不同的是代表中小市值品种走势的简单平均价格指数始终表现疲软, 并在最后时段成为市场下跌的主要动力, 显示获利盘集中兑现利润是导致大盘深幅调整主要原因。因此, 市场冲高后大幅波动, 属短线获利盘回吐压力下的正常技术性调整。鉴于宏观政策面并未发生根本转向, 支持市场中长期发展的核心逻辑亦不

变，预计未来将延续震荡上升格局，但矛盾和分歧加大较难避免。综合分析，考虑宏观面、企业业绩、市场资金供求、政策以及投资者情绪等因素，我们判断未来一个季度到半年左右，市场将整体呈现震荡上行的态势，重心将不断上移。

华安宝利配置：现在而言，上升趋势已经形成，操作风格以稳健为主，应该比较难以改变。我们认为经济复苏形势比较确定，盈利确定增长而估值相对不高的行业都可以关注。我们对四季度行情相对乐观，具体板块因为轮动较快，只能说现在而言，我们相对看好大市值的蓝筹板块。随着宽松货币政策的实施和信贷的大量投放，通胀预期日益增强，但中央也开始关注并提出管理通胀预期，所以我们需要进一步观察政府的具体措施，通胀预期未必一定转化为现实。再提及的就是随着股指的抬升，估值也日益升高，其中的风险自然也在逐步增大。未来的投资机会更多来自于前期涨幅偏小的大市值蓝筹公司。

信诚基金——大盘股需要增量资金或者事件刺激等因素的配合

基于宏观经济复苏趋势进一步明朗以及政策的大力支持，特别是流动性的持续充裕，股指有望进一步上行，但短期市场在放量拉升后累积了一定的获利压力，难免产生震荡。此外，小盘股相对大盘股走强已经持续了一段时间，未来市场风格存在小盘转大盘的可能，但可能需要增量资金或者事件刺激等因素的配合。

国海富兰克林——市场可持续乐观至明年一季度

我们认为，这次只是市场的一个短期调整，投资者不必过分担忧。原因有二：其一：目前正处于政策真空期，中央经济工作会议正在本月底召开，市场对未来经济政策的定调存在分歧，加上近期涨幅较大且接近前期高点，所以市场出现了一个恐慌性的下跌。我们认为，短期调整结束后市场会继续上行。其二：我们认为目前我国宏观经济持续向好，特别是未来经济的结构调整使得中国经济可持续性增长更加可期。加上全球经济处在一个恢复的初步阶段，经济向好的大趋势长期延续，因此不要犹豫短期的调整。对于未来，我们比较看好消费行业，主要包括：食品，饮料，零售，汽车，家电等子行业。随着宏观经济持续转暖、人均可支配收入提升以及消费升级的需求，加上年终消费旺季到来，消费行业的企业盈利会有巨大的提升，其估值也将表现出较强的比较优势。另外，我们认为今年产能过剩的一些行业经过政府的宏观调控，以及行业内的兼并重组以及产品结构调整后，淘汰落后产能以提升其产品附加值，提升企业核心竞争力，明年会有较好的表现，比如钢铁等都存在较大的投资机会。

国海富兰克林投资总监：我们更看好国内的消费。中国的消费是一个长期的趋势，而且已经启动。很多人认为中国的消费起不来是由于社会保障体系不完善，我认为真正的原因是居民货币的可获得性不够。一方面，国内收入分配有问题，导致企业和政府手上的货币大大高过居民，但他们的消费倾向没有个人那么高；第二个问题是居民信贷的可获得性很低，目前居民信贷主要是房贷，车贷很少而且还很严，消费信贷一旦启动中国消费的启动会很快，我认为这是未来中国经济最大的故事。我们关注三类机会。首先是业绩回升趋势已经确立的房地产和汽车业。其次是快速反转的行业，比如IT和机械行业。第三类是可能已经见底的行业，这些企业目前业绩较差，但是预计不会进一步恶化，在考虑股价是否低估的背景下，

可以考虑先进行布局，比如钢铁行业。

银河基金——金融、航运等安全度较高品种给予更高关注

经济强劲增长的数据已经得到了资金的认可，内生性增长角度寻找盈利机会成为可能，也体现在消费类品种容易受到追捧。另一方面受奥巴马访华的影响，人民币升值预期渐趋强烈，B股的一度火爆也是一个显然的信号。同时，低价股、题材股也成为热钱关注的对象，新增资金选择这类板块有持续涌入的迹象，激活了近期市场出现源源不断涌现的领涨热点，提升市场重心稳步上移。诚然盘面也显示出，一些权重的，业绩增长趋势乐观的，估值具优势的品种，本周处在持续整理中，如银行股、航运股等，其下跌空间的有限基本封杀了大盘下跌的空间，也意味着大盘短线存在着进一步涨升的可能。时近年底，年报业绩的预期会成为业绩增长确定个股涨升的题材催化剂。随着产业结构趋势的变化以及市场对估值泡沫的担忧，必然会有资金流入金融股、航运股等安全度较高品种，后市可以考虑给予更高的关注。

华宝兴业——未来 3-5 年是中国人口红利的黄金期

宝兴业宝康灵活配置：中国是世界第五大消费国，中国人尤其是中国 8 亿农民蕴含着惊人的消费潜力，农民是中国储蓄率最高的一个群体，只要其边际消费倾向略有提升，其购买力都是惊人的。目前农村人均年收入达到 6000 元，步入 10 年前城市众多耐用品消费开始爆发性增长的收入水平阶段，而且农村收入还在加速。从消费意愿来看，农民工返乡，带来农村消费观念城市化，近期农民的消费倾向明显上升。我们看好二、三线城市和农村的房地产、汽车、家电、家纺、品牌服装需求的持续提升。中西部城市也是未来消费增量的来源，东部发达地区是消费存量升级的主要驱动因素。未来 3-5 年是中国消费产业分享 80 后和 90 后这群消费倾向最高一代人的人口红利的黄金期。选择消费股，巴菲特认为：好股好价、集中投资、长期持有。彼得·林奇的方法是发现优秀成长股和沙漠之花（衰落行业的卓越企业），具体而言就是从生活经验中发现、公司业务（名字）古怪、不受关注、盘子适中、快速成长、财务健康、无竞争者。迈克尔莫的投资之道：从发展大趋势中挖掘未来明星股并长期持有。概括起来，发现优秀的消费品公司就是从平时快乐愉悦的消费体验中发现潜在优质企业（例如哪个快餐最好吃、哪个百货店人气最旺等等），然后在适当合理的价位买入，耐心长期的持有，最后就可以分享到消费盛宴的胜利果实了。以后当你再听到别人羡慕的谈到股神巴菲特持有的可口可乐 19 年股价翻了 10 多倍、吉列 16 年翻了 8 倍、运通银行 5 年涨了 5 倍时……，首先你要庆幸自己生活在在机会更多的中国，只有你有眼光，蓬勃发展的新兴产业里优秀的品牌公司俯首可拾，投资机会比成熟的美国市场多很多。然后你要有发现金子的慧眼，能从生活的细节发现优秀的消费品公司，并能预见到未来的发展趋势，连锁的魅力能使小溪汇聚成大海，苏宁就是最好的见证。最后你要认真学习巴老的耐心，平均持股至少 5 年，不管风吹浪打胜似闲庭信步，消费品最大的魅力在于增长的相对确定性和散发出的时间玫瑰——长期持有带来的巨大的复合增长率。

诺安基金——继续对市场年底至明年春良好行情趋势的看法

影响后市走势的关键变量依然是经济走向和政府对各相关行业及公司的政策支持。中央经济工作会议将在月底召开,以确定未来一年经济和社会发展的主要任务、宏观调控的基本方针。根据有关专家的预计,此次中央经济工作会议的主基调将是巩固经济复苏的良好势头,延续“扩大内需”的主线,强调转变增长方式和调整结构,并保持政策连续性。同时,从政策方向来看,政府倾向于延续一系列行业优惠政策。另外,市场风格可能转换也值得重点关注。虽然仍有部分小盘股在资金推动下较为活跃,但目前市场整体热点已经开始向权重板块转移,由于目前大盘股的相对超额收益持续下降,导致大小盘股相对超额收益剪刀差不断拉大,按照历史规律来看,市场风格的转换有可能再次来到,建议投资者密切关注市场变化,配置上侧重于权重蓝筹股。

本周二市场出现大幅下跌,两市总成交金额达到 4694 亿元,仅次于 7.29 日市场暴跌时的成交金额,创下历史天量。市场放量下跌,或与传闻“中国五大国有商业银行向监管层提交千亿融资方案”有关,从了解的情况来看,4 大行目前资本充足率均维持在 9%以上,相关传闻并不可信。因此,周二的大跌更多的是市场对前期持续上涨的技术性修正,行情有可能于近期进入震荡整理阶段,但不改整体向上的趋势。近一个月市场上涨,尤其是小盘股指数已经超越了 6124 点的水平,积累了大量风险。申万小盘股指数的动态市盈率已经高达 57 倍,而大盘股指数仅 20 倍的估值水平。因此,周二尽管触发因素是银行股融资,但最近表现强劲的小盘股却弱不禁风,跌幅远大于大盘股和银行股。小盘股估值过高,资金将会部分撤离,小盘股将呈现分化。而市场风格的转换,意味着近期的市场将进入震荡整理阶段。而且,临近年底,信贷、地产、财政等各种政策的不确定性在增强,市场也需要中央经济工作会议指明政策方向。根据收集到的各方面信息,我们预计中央刺激经济复苏的政策将延续,政策微调的着眼点在于“既要保增长又要调结构”。随着中央经济工作会议的定调,市场将完成震荡整理,A 股有望重新抬头向上。基于经济基本面的向好趋势、企业盈利的强劲回升以及相对合理的估值水平,我们继续维持对市场年底至明年春良好行情趋势的看法。

融通基金——处于真空期, 短期市场仍会较为疲弱

在传言得到澄清之后,25 日市场出现反弹,但成交量显著缩小。26 日的下跌没有任何明显的负面新闻,我们判断在业绩基本面短期真空且无可能巨幅变化的情况下,或许市场的流动性出了严重问题,有可能超出了我们现在的估计。配置倾向在近一周出现明显转向,但我们在上一次大幅波动时提及,市场资金不够且缺乏明显有催化剂的板块使得这一转换过程必然充满周折。但钢铁今天跌幅第一需要引起我们的关注,表明市场的转向信心出现徘徊。巨大的成交量构成巨大的心理和技术压力,短期资金需要撤出以寻求更为明确的投资机会。等待的契机可能是中央经济工作会议,流动性和中长期增长点都需要等待,同时,近期央票利率波动已反映流动性变化趋势,需要密切关注。在等待的过程中,流动性是调整方向和幅度的决定要素。

24 日市场大幅下跌,市场有很多传言,包括对即将召开的中央经济工作会议的谨慎和银行巨额再融资对市场情绪和资金供给的影响等。但我们的看法是,市场自身有调整需求,通过传达出的一些负面消息达到了最终下跌的结果。经过 7 月底政策基调微调之后,市场在盈利推动下逐步反弹,由于流动性高点已过,限制了

市场估值的提升，权重板块也难以有大的表现。从 8 月末到现在，板块之间相对收益的差别幅度积累甚大，部分超额收益明显的板块已较为充分反映了当前宏观经济预期下的基本面，因此资金本身需要从前期涨幅较多的板块和小盘股转移出来。但由于其他板块短期缺乏明显催化剂，整体市场资金供给偏紧，这种风格的转换很难一步到位完成。巨大的累计相对收益差别需要经过一段时间的调整才能恢复至常态，在此过程中，市场处于各种驱动因素的真空期，因此短期市场仍会较为疲弱。风格转换是否能顺利完成决定了市场能否达到甚至超过前期高点，而风格转换又取决于两个因素：其一中央经济工作会议能否传达出有利于市场作出明确选择的信息；其二房地产市场活跃的成交趋于平淡后，资金出于配置的需要是否会对市场形成新增供给。

长信基金——企业投资扩张动力在“新农村、城市化和低碳”上

需要冷静透视此轮经济回升背后的内涵才能判断其可持续性。如果说 1-2 季度经济的回升是由政策效应带来的，三季度的强劲回升则是由企业回补库存而来。截止 2009 年中的时候，工业企业整体的库存水平非常低，累计增速已经三个季度下降，一个季度负增长，而从历史看，工业企业存货增速的平均水平应该是在 10%。在政策和一些先导性行业需求的拉动下，三季度开始，企业开始回补库存。按照历史经验来看，库存从一个低水平恢复到正常水平（补库存周期）大致是四个季度的时间，也就是说，企业增加开工回补库存的动力将至少推动经济上行到明年二季度，而二季度之后，则要看企业是否有动力进行投资扩张。企业投资扩张的动力是什么？一般来讲，无非两个方面：一是需求忽然扩大或者出现新增需求，二是出现某种技术革命。以此框架来看中国：从需求角度而言，未来可能的新增需求来自农村，农民资产的盘活和农民消费的启动有非常重大的意义，而这显然是目前中央政策的倾斜所在，未来政府在农村政策上会不会有重大突破将对农村消费需求产生重大影响。另外，中国整个城市化水平还比较低，城市化建设也是可以拉动经济的一个持续力量。从技术革命角度而言，新能源或者低碳革命可能性最大，只要规则能够最终制定完成，可能会成为一个新的产业兴奋点。所以，下一阶段企业投资扩张的动力应该在“新农村、城市化和低碳”上。基于上述分析，虽然目前企业投资扩张的方向还不甚明朗，但至少有两点基本确定：一是实体经济对资金的需求会上升，二是低碳和新能源较有希望成为新的产业兴奋点。资金需求上升，意味着实际利率可能上行，只要货币政策不过分紧缩，则银行面临较好的局面，中国经济的回升也可持续更长时间。

鹏华基金——中国现在的保险行业会否是那皇冠上的明珠？

鹏华中国 50 基金：近来中国资产市场最热闹的事莫过于创业板的敲钟开闸。投资者在津津乐道谁是下一个苏宁电器。确实，中国资本市场已经多年没有出现像苏宁这样高速成长的神话了。对投资人而言，寻找“野鸡变凤凰”的成长神话更像是买彩票盼中奖这样的小概率事件。而何谓概率大的事件，在我看来就是在一定的安全边际下，更多的投资于优秀的企业。用巴菲特的老搭档芒格的话说就是“将我们的投资限制在被那些非常聪明的人所检验过的更具竞争力的领域。”巴菲特抄底高盛正是这样的一个完美案例。在一个产业发展的初期，我们通常难以辨别出哪里公司可能最终胜出。即使此时有公司高速增长，但更多的应是源于该产

业的爆发式增长，而非公司已经足够优秀。行业中的排序随时可能出现变化，昔日的增长明星甚至会在短时间内就已陨落。最典型的是互联网行业，当年的网络新贵如今已所剩无几。比较好的观察窗口期是在产业整合的中后期，此时在竞争中冲杀出来的公司，或在规模、或在品牌、或在网络效应等方面形成了竞争对手难以撼动的优势。若在产业仍然处在高速增长期产业整合已基本完成，则这种公司对投资者而言就如皇冠上的明珠一般珍贵，中国现在的保险行业是不是就有这样的特征呢？若行业的增长已经放慢，则通常会出现优势公司利润增速大大高于收入增速的状况，因为利润率会提升，投资者一样能够享受到超额收益的喜悦，这就如我们这几年在空调行业所看到的。对优秀公司的投资，一般最让投资者头痛的问题是“估值贵”。对于这一问题，可以从两方面看。第一，“估值贵”是静态的，优秀企业总是会带给你惊喜。在激烈竞争的行业中，持有一个贵的优秀企业胜于持有一个便宜的糟糕企业，因为这个糟糕的企业很可能会被淘汰出局。第二，记住巴菲特的“挥棒”理论。“在投资时，没有所谓的必须击打的好球。投手投来 47 美元的通用股票，你若缺乏足够的信息决定是否在 47 美元买进，你可以让它从你眼前流过，没有惩罚。你整日等待你喜欢的投球，然后趁外场手打瞌睡时，大迈一步，将球击向空中。”我们回想一下，近年来 A 股市场是不是有很多这样值得“挥棒”的机会？平安投资富通失利、茅台高层震荡、深发展计提巨额拨备、三聚氰胺冲击伊利……了解中国股市最近几年运行特征的人都知道，2006 年到今年上半年，中国股市盛行的是至上而下的资产配置：追随商品价格和资产价格的起伏，在周期性行业中大进大出。而公司管理层是否优秀、是否有足够深的护城河防御竞争对手的攻击等等这样的分析较少的占用投资人的思维空间。但潮流似乎正在发生改变。下半年年来，指数虽然在 3000 点震荡徘徊，但不少公司已经创出了新高，这些公司大都是行业中的优秀龙头公司。从已经公布的前三季度盈利看，这些优秀公司的盈利恢复速度要大大高于行业的平均水平。同一个行业的公司，今年以来的涨幅相差一倍之多的不在少数。随着中国经济增长逐步进入温和复苏、平稳增长的阶段，我们认为至下而上分析优秀公司的投资方法将重占上风。

中邮基金——关注大盘权重股尤其是滞胀品种的补涨机会

后市在中央经济工作会议前震荡盘升态势难改，建议投资者对加速上涨的概念品种应相对谨慎，关注大盘权重股尤其是滞胀品种的补涨机会，股指冲关时刻会有表现。

国联安——围绕消费升级和人民币升值两大线索进行布局

研究总监：我们对市场依然持积极态度。首先，经济复苏的进程仍在推进，明年 GDP 可能达到 10% 的双位数增长。其次，货币供应增速保持稳健。投资人应该更加注意广义货币供应而非仅是人民币贷款的增长，因为外汇占款流入可以像人民币贷款一样对实体经济起到注入流动性的作用。对于 2010 年的 A 股市场，可以围绕消费升级和人民币升值两大线索进行布局。未来，内需消费将成为中国经济增长的引擎。具体而言，汽车和房地产是消费升级的两大典型板块。就目前来看，汽车行业 2010 年的新增产能不多，若销量能增加 15%，利润增长预计能超过 15%，甚至达到 30%。从这个角度看，汽车板块的上升趋势将在 2010 年得以延续。跨年度布局的

另外一条主线是人民币升值。在过去一年,人民币盯住美元汇率,而美元对一揽子货币贬值幅度不小,这就意味着人民币相对贬值。未来人民币升值只是时间和节奏问题。人民币升值受益板块包括金融、地产、商业、医药以及造纸板块。

金鹰基金——从金融、基建、出口与消费板块挑选估值低股

在2009年宽松流动性背景下,从通胀预期下对有色、煤炭等资源股的追捧,房地产、汽车销售超常规的高增长对相关个股与家电、建材等下游板块的带动,到医改、甲流等事件放大医药生物股成长前景,热点板块个股股价成倍数上涨,许多已透支明年可能的高增长。金融、基建、出口与部分消费板块估值偏低,涨幅不大,从经济复苏梯级扩散效应提携行业景气复苏与板块轮动看,颇具潜力,值得精挑细选。

广发基金——不同的理念和不同的投资目标会有不同的决策

今年股市一路走来,却一直出人意料。首先是投资者对经济复苏将信将疑,年初大家还比较谨慎,高位也就看到2600点。到3000点时投资相对乐观了,但不久大盘一直从3400点跌到2600点。但实际上股市只是在回档,这一波只是大盘对去年错误下跌的一人修正。正是从这时开始,以医药、智能电网、中小地产、家电、汽车等为代表的内需及结构调整股开始启动。所以如果一季度谨慎,二季度乐观、三月季度又谨慎,估计今年的收益不会太多。其次是投资策略,2006年到2007年的股市大泡沫,使很多投资者相信长期持有的价值投资是获利最好的策略。但2008年的股市在崩溃使鼓吹这种投资策略的投资者甚至受到肢体问候。所以今年大家牢牢记住,一旦股市不妙,就得立刻、坚决、彻底地止损。所以八月初的调整来得那么快速、深刻却毫无征兆,但今年却恰恰和去年完全不同,如果严格止损,一年下来,估计还是收益颇少。最后也是最重要的一点,个股的涨幅也超过预期。今年上半年恢复性行情是主角,所以个股大幅长时间上涨看起来,投资者如果经常处于两种状态中,一是个股涨幅已大,估值似乎已不便宜,获利了解应是不错的选择。但不久,新的变化就到来,比如市场转好,业绩超预期,政策助推,回头看看留着这些业绩不断变好的个股,应该是更好的选择。而这种现象在下半年恢复行情结束后尤为明显。比如下半年医药股开始上涨时,更多地理由是相对周期类股票估值较低;接着国家加强医保的政策使投资者对明年看高一线;再接着天夏天结束,预防甲流开始;随后国家医改目录颁布优于预期;三季度季报许多医药股业绩突然超过预期;美国宣布甲流进入紧急状态。现在关于医药的小道消息开始盛传,股市待续成长长期股票传统的跨年度行情也提前展开,医药当然仍频频出现在涨幅榜的第一面。是否要获利了结呢?没有人知道正确答案,但有一笔大帐倒是可以算算,全球医药企业的利润约4000亿美元,如果按中国占全球GDP7%的比例算,中国医药利润可以达到2000亿,如果这些医药企业60%是上市公司,这些上市公司市盈率30倍,那么医药股的市值约3.6万亿,总市值的12%,约是现在医药股总市值的3倍。如果10年达到这个水平,中国医药股的总市值会在未来的10年比市平均水平多涨2倍,每年领先大盘10%以上。如何决策呢?不同的理念和不同的投资目标会有不同的决策,但如果像马克吐温形象的那样,一仆事二主,可能就会感到现在心里有点烦。

摩根史丹利华鑫——航运板块或将出现复苏

上周 A 股市场兵临 3300 点大关，前期关注的大盘蓝筹实际仅表现一天，题材股、政策扶持股、消费板块依然是市场收集的核心板块。但是，这类股票明显弱估值重概念，同时与各类股票的集中度有密切关系。高集中度的、大小非多的股票表现一般，大盘股在目前的成交量还是难有持续性表现。但随着市场估值的进一步提升，大蓝筹的补涨要求将会日益累积。目前，政策面处于真空期，在等待中央工作会议，但因为对明年的乐观预期，即便会议有继续收紧的意态，其引发的调整很可能是短线良机。

BDI 创出 4661 的年内新高之后，航运板块或将出现复苏。总体 4 季度散货市场运价上涨超出我们的预期，根据我们的判断，4 季度运价将会继续上涨，对于部分航运上市公司 2010 年的运价非常有利。同时由于航运板块走势明显滞后于整体市场走势，我们预期部分盈利水平较高、估值偏低的上市公司或将有超预期的表现。

中海基金——建议择机增配大盘股

下跌原因：市场回调出于对资金供给的担忧，A 股和 B 股的相互作用导致回调幅度较大，前期中小板涨幅过高导致杀跌剧烈。从银行融资规模看，2200 亿较严格的融资预期将随着银监会对融资要求和安排的解释得到缓解，应密切关注管理层动向。从中期看，市场的融资和扩容节奏是和流通市值的扩张正相关的，短期超预期的融资压力或一定时间内融资速度的加快会压制一定市场上涨空间，但在基本面变好和资金流入较大的情况下，不会改变市场大方向。市场风格转换大多在震荡中完成，中小板的回调将对市场风格转换起到积极作用。建议择机增配大盘股。目前机构投资者有一个普遍的共识，即跨年度行情正展开中，从目前的行情趋势分析，延续到明年一季度，甚至上半年的概率较大。第一，明年一季度行情将是明年分歧最小的，确定性最高的行情。一方面在一季度经济数据的同比和环比的情况都会不错，尤其是同比，因为基数的原因，可能是阶段性的高点。上市公司的业绩也是如此，增速将是最快的一个季度。同时，一季度的信贷历来是全年最高，在目前流动性为主的行情中，信贷对股市的正面支持不言而喻。第二，每年部分绝对收益的机构投资者都有每年的计划和要求，因此 A 股市场历来都有“吃饭”行情的说法，即使在 2008 年的最恶劣环境下，也在一季度曾出现一定的上涨阶段。两种因素叠加，导致一季度市场基本没有分歧，将有一个上涨的过程。基于明年一季度的认识，机构投资者展开了提前布局，即采取了下跌即买入的策略，在四季度，结账的情节减少，布局的情节增加，导致市场出现了不同于往年的逐步走高的趋势。我们认为，目前的趋势延续的概率较大，一季度有望有一个较好的收获。

申万巴黎——维持中期看好市场的观点，积极关注大蓝筹

考虑到中小盘股相对市场平均的估值溢价已达到历史高位，我们认为未来一段时间大盘股获得超额收益的概率正在加大，将积极关注估值较低的大盘蓝筹股。12 月中央经济工作会议召开在即，在 2010 年的财政政策、货币政策及其他宏观调控政策的走向尚未明朗的情况下，据媒体报道银监会发布严厉警告要求各家银行严格遵守资本新要求，同时经济刺激政策或将退出等传闻又起，部分场内资金在

规避系统性风险下可能选择暂时离场观望，所以大盘在持续上涨后的调整难以避免。我们预计短期内出现负面政策的可能性较低，经济工作会议更多的是针对调结构、防通胀等问题。在宏观经济向好预期趋向一致、全球货币环境持续宽松、上市公司盈利预期上调等背景下，我们维持中期看好市场的观点，将利用短期震荡的机会进行结构性调整。

天弘基金——钢铁行业基本面向好趋势日益明确

钢铁行业基本面向好趋势日益明确：从需求方面来看，我们认为政府投资增速可能回落，但仍然是增长的，再考虑到今年投资的延续性和对钢铁需求撬动的滞后性，基建投资带来的新增钢材需求也是非常可观的。另外，另一钢材需求大户——房地产行业明年新开工建设项目增多也值得期待。我们测算今年投资带来的新增钢材需求约 8000 万吨，明年即使房地产行业没有贡献，投资带动的新增需求也会有 4000 万吨左右。明年出口情况好于今年也是基本确定的，经测算很可能新增 2000 万吨。而供给这边，通过统计全国范围内在建拟建的生产线产能来看，能在明年释放的新增产能不超过 5000 万吨。因此明年的供需状况相对于今年改善是大概率事件。库存是影响真实需求与钢厂供给形成平衡的不确定因素，目前的高库存并不意味着库存会作为供给方影响钢市。库存的量应当以变化的眼光去看。目前资金充裕，这种状况很可能延续到明年，因此经销商手里有钱去应对高库存的压力，甚至作为需求方继续囤货。世界钢铁行业复苏推动对铁矿石的需求，拉高铁矿石市场价格，中国钢铁行业缺乏对铁矿石长协价格的定价权，长协价上涨也得到普遍认同。铁矿石涨价推升了钢价的底线，再考虑供需关系，明年钢价上涨是非常确定的。钢铁行业基本面向好趋势日益明确，使得钢铁行业再次成为市场关注的重点之一。

银华基金——促进民间投资方面，政策或许将有作为

随着年底中央经济工作会议的临近，市场开始思考未来宏观经济政策的定位。从 08 年四季度以来的以“保增长”为目的的经济刺激政策起到了明显的效果，下一步的政策导向有望向“调结构、防通胀”方面进行更多的倾斜。这意味着几个方面的政策变化：第一，针对房地产的刺激政策将适度收缩，防止地产价格的快速、过度上涨；第二，总体的信贷规模倾向于控制在比 09 年略低的水平，但是会保留一定的弹性，以应对可能出现的各种问题；第三，刺激消费的各种政策，包括汽车购置优惠、家电下乡等，不仅不会退出，反而又进一步扩大到其它领域的可能；第四，在放开部分领域进入门槛，促进民间投资方面，政策或许也将有一定的作为。以澳大利亚、印度、挪威在内的国家调整货币政策为标志，全球范围内的经济刺激政策开始逐步退出。包括中国在内，全球资本市场面临的流动性宽松程度有所减弱。我们认为，A 股开始进入新的阶段，上涨动力由前期的估值提升，转变为业绩推动。从估值面看，A 股市场目前的估值水平并不贵，并且相对 H 股的溢价降至较低水平。总体看来，A 股市场目前进入了可投资区域，我们认为持有股票比持有现金，在中期可以获得更高的收益。

泰达荷银——新兴市场国家央行在未来会增加储备黄金

目前, 实体经济运行的进一步企稳回升和业绩改善夯实了资本市场的估值中枢, 明年一季度信贷高峰的预期又为资本市场带来流动性预期的支持; 从上周市场走势看, 中小盘个股活跃, 在一定程度上对恢复前期观望的市场情绪起到一定的推动作用, 因此, 我们认为, 市场仍将具有进一步上行的动能。但短期来看, 随着股指的上行, 投资者谨慎心理犹存, 技术性调整风险我们也仍需提防。奥巴马在上周三结束了对中国的访问, 人民币升值预期也就此告一段落。而市场在等待本周欧洲央行行长和欧盟主席的访问, 焦点仍然是升值。人民币升值的时间点已经被部分分析师提前到明年 1 季度, 而其他新兴国家的货币政策也成为跟踪重点, 近日若干亚洲央行正在制定关于限制外来资本流入的措施, 比如印尼、韩国、台湾等。外来资本流入形成资本市场泡沫并引发国内通胀是这些新措施背后的原因。黄金继续走出新高, 显示了其与美元走势脱钩的特征。泰达荷银认为, 新兴市场国家央行在未来会增加储备黄金, 这或许也是继续买入黄金的投资者的一致预期。

上投摩根——看好科技、银行以及资源类股票

展望后市, 人民币升值预期带来的热钱流入加速, 出口复苏带来的顺差上升以及居民户存款活期化趋势的进一步加强, 为市场提供了充裕的流动性支持。就政策面而言, 今年的中央经济工作会议将提前到 11 月底召开。会议日期提前被认为是中央欲及早稳定市场情绪的信号。如何回收流动性、保持汇率稳定以及经济增长模式和结构的调整将成为明年最为关注的几大焦点。预计市场仍将在震荡中上行, 建议投资者关注业绩增长明确, 估值相对较低的个股。

从全球范围来看, 新兴市场依然是明年值得看好的投资重点。有三大行业值得关注: 首先, 科技产业复苏很快, 这种迹象在去年底、今年初就有了明显反映; 其次就是金融类股, 获利也会不错, 明年这些银行都有机会赚利差, 不必过于担心坏账问题; 再次, 与资源相关的项目, 明年或许会是一个比较大的“惊喜”。

工银瑞信——电、水、油、气价同时上涨, 通胀预期加重

上周重要的消息面有: 1、奥巴马访华。从实质成果上看, 首先在公布的《中美联合声明》中, 两国毫无疑问的在清洁能源产业方面达成了高度一致, 今后有望在电动车、清洁煤利用、碳捕捉和碳封存、核能、可再生能源等领域开展一系列的合作。此举将在未来很长一段时间内形成低碳的主题投资。其次, 在双方的贸易摩擦和人民币汇率方面, 尽管两国均表示反对保护主义, 但并无实际举措。2、电价、水价、油价、气价同时上涨, 通胀预期加重。但由于目前我国 CPI 指数正处于即将转正的阶段, 因此温和的通胀预期对经济的进一步增长有一定的好处。对二级市场更将形成通胀概念的主题投资。3、周小川讲话。周行长在 20 日公开表示, 在金融政策制定中, 应保持一定水平的存贷款利差, 以保持金融系统向实体经济提供服务的压力和动力。他还表示, 部分行业出现产能过剩现象, 在投资方面需要小心。4、大秦铁路巨额融资。大秦铁路 165 亿元公开增发方案公布并于 11 月 27 日召开股东大会讨论该方案。大秦铁路除了手握此增发大单外, 仍有 135 亿元的中期票据融资计划未实施, 两项共计 300 亿元, 对市场造成巨大的资金压力。近期消息面仍以利多为主: 1、亚太经合组织称: 继续经济刺激政策直至复苏巩固。2、央企重组将要加速, 三十多家公司一年内完成整合。3、本周两市解禁

市值环比大增 50%。4、银监会高官称房贷政策并未收紧等。而我们认为最值得解读，也是最能给市场带来底气的是经济运行数据的向好，在内需强劲与外需回升的作用下，工业生产保持快速上升，工业增加值增速明显加快，10 月份达到 16.1%；全社会发电量同比增长 17.1%，为连续第五个月同比增长，且幅度创下 19 个月新高；CPI、PPI 等主要价格指数同比降幅继续收窄，环比均出现上涨。这些数据说明了国内宏观经济加速向好的趋势进一步得到巩固，将是本周市场上扬的根基。从板块表现上看，国内目前对消费复苏的信心连续向好，说明宏观经济复苏已经逐渐从预期开始向现实转变。**未来消费板块仍可能从政策扶植的家电、汽车向零售、食品等细分行业不断深化。**

浦银安盛——本次暴跌属于情绪驱动的短线波动

每一次暴跌之后，分析者总是会从基本面为下跌找到充足的理由，相信今天的暴跌也不会例外。但如果明日大盘暴涨，你就会发现分析者解释上涨的理由也同样充足。世界永远善恶相伴，乐观者看到美好，悲观者看到邪恶。市场的基本面也永远好坏相杂，上涨时看到有利因素，下跌时看到不利因素。简单的基本面分析，通常都是事后总能解释，事前却很难预测。很多时候，市场的波动并不是因为有着复杂的基本面因素的改变，而只是投资者情绪的莫名宣泄。今日的市场暴跌，就是来自于一个可怕的记忆：小盘股狂炒后，大盘股的接棒暴涨带来了 2007 年市场的历史大顶。在昨日，我们特别提到了多数分析师都预测市场风格将有转换，分析师普遍认为小盘股涨幅过大，大盘股有补涨需要。这一判断的逻辑是，经济复苏已经确定无疑，市场因此仍将持续上涨，但小盘股的上涨已经无法从理性角度加以解释，因此大盘股将主导后期市场的上涨。逻辑本身没有问题，但分析师们忘记了 2007 年的历史大顶仍是投资者的一个可怕记忆，特别是小盘垃圾股狂炒后，以钢铁股为代表的大盘蓝筹股的暴涨，在投资者的认识中，与随后的大熊市紧密联系在了一起。于是，当今日钢铁股全线暴涨时，由记忆引发的恐慌情绪出现了。那么当如此相似的市场走势出现时，是否意味着目前市场的拐点已经如 2007 年 10 月一样的出现了呢？这就要看 2007 年 10 月的大顶和小盘垃圾股狂炒后大盘蓝筹股暴涨的联系，是否如投资者所认识的那样紧密了。在很多时候，将两件前后出现的事件误认为具有因果联系，是产生认知偏差和统计陷阱的一个重要原因。对小盘股狂炒后大盘蓝筹股暴涨引发了 2007 年市场大顶的认识，正是这样的一个认知偏差。如果更深入的分析 2007 年大顶的形成，新基金停发、经济政策调整、金融危机爆发等一系列后续因素，才是市场逐步走入熊市的真正原因，而大小盘股暴炒的轮换和市场见顶并无必然联系。**市场拐点的形成，不会是因为市场涨的太多，估值太高或跌的太多，估值太低，更不存在与市场拐点出现相联系的板块转换定式。市场拐点的出现只可能因为两种情况：支持原有趋势的驱动因素逆转或为反向驱动因素取代。**在我们看到这两种情况之前，都应将市场涨跌认定为情绪驱动的短线波动。当然，市场各影响因素之间的关系并不是绝对隔离的。如大小盘股爆炒的轮换和市场见顶没有必然关系，但两大类股票都被爆炒意味着市场投机过度，这必然会逐步引来政策的调控，如停发基金，加大新股供应，从而又最终与市场见顶相联系起来。另一方面，同样的影响因素，在不同的阶段，对市场的影响力量是不同的。如在 2008 年末，虽然看淡中国经济前景依然是市场主流观点，但对市场已影响甚微，而看多中国经济的分析者和投资者虽然还是小众，却开始逐步推动市场上涨，经济复苏成为推动市场趋势的

主导驱动因素。也因此，在认定本次暴跌属于情绪驱动的短线波动的同时，我们也应密切关注可能引发驱动因素逆转的可能。目前，这种可能来自三个方面：首先是市场投机过度引发政策逆转；其次是经济增长出现波动导致经济预期逆转；最后是货币政策收缩导致流动性预期逆转，这是我们在现阶段判断市场拐点的最终依据。通过上述分析，我们就可以十分清楚的回答上面的问题了。1、资金驱动是市场运行的最基本机理。2、只要大盘涨，再贵的股票也能涨。3、个股股价的最大驱动因素就是大盘。牛市来了，几乎所有股票都能涨。熊市来了，几乎所有股票都得跌。只不过是早涨晚涨，早跌晚跌的事情。而具体的涨跌时点，则是由个股自身的驱动因素决定。这种驱动因素什么时候出现具有偶然性，但有一点是肯定的，市场总会帮每一只股票找到它的驱动因素。4、当大盘出现阶段性的结构大调整或牛市彻底终结时，严重高估的新股将成为风险最大的重灾区。最后的问题：绝大多数人都认为有风险的严重高估的创业板股票为什么不跌反涨？答案首先是创业板上市的时间是10月30日，正好是大盘阶段性调整的底部。其次是创业板的体量足够小，即使绝大多数人都不认可，但总归会有少数人愿意尝试，而只需要少数人尝试，就足够推动股价上涨了。最后还有一个感慨：永远不要低估群众的力量。

东吴基金——避险资金会继续推高黄金、大宗商品等资产价格

低碳经济的三条主线是节能、减排和清洁能源。低碳经济的直接目标是控制污染物和温室气体的排放总量，由于新能源在能源中占比很低，短期内对碳减排的实质性贡献有限，而“节能”和“减排”路线对碳减排的实质性贡献更大。新能源混合动力、环保节能产业等为代表的低碳经济有望成为近期A股市场的龙头品种。本周值得关注的消息有两点，首先就是美联储的议息会议，如同大多数的市场人士所预料，FOMC的政策声明保留了“出于对经济状况的考虑，联邦基金利率可能在较长一段时间内都将保持极低的水平”。虽然符合预期，但是我们应该敏感地看到一些微妙的变化，在声明中加入了通胀预期的字眼，显示通胀问题已经得到联储的重点关注，但是在周中公布的失业率数据达到10.2%，创下新高，充分说明目前美国经济继续复苏的艰巨和困难，在刺激增长和限制通胀的选择上，美联储选择了前者，宽松的货币政策仍将是未来的一个主要背景，在这个消息公布后，经历了小幅反弹的美元指数掉头向下，重新跌破76的关键点位，从这个事件的背后，我们应该看到尽管市场的预期不断加强，但是对于实体经济而言，政策的延续性是十分重要的，我们可以类比前期国务院经济工作会议的精神，同样提到了通胀预期，同样提到了保持宽松的货币环境，可见目前，各主要经济体的政策调控方向是趋同的，退出机制的推出将会是一个很漫长的过程，我们也许要对这个预期进行必要的修正，结合市场变化就是汇率变动，除去热钱会对人民币形成压力之外，可能会出现新的资金增量就是避险资金，这会继续推高譬如黄金、大宗商品和其他资产的价格。其次值得关注的就是高层对于消费增长的强烈预期和政策扶持表述，在经济复苏到目前的过程，从三驾马车的效用来看，唯有消费具有较大的可预见的潜力，从统计局总师姚景源的表述来看，明年在限定信贷规模，调整信贷结构和出口复苏依旧缓慢的情况下，可能出台更多的细节化的刺激消费的政策，这也值得我们重视。

建信基金——继续看好银行、钢铁以及风格转换机会

从预计市场将维持震荡波动的角度考虑，我们认为下一阶段仍需重视防御性，对上中下游进行均衡配置。继续看好估值水平较低、会计政策较为谨慎、融资风险已释放的银行和估值触底的钢铁行业。主题投资方面关注节能减排、海南、上海、新疆等地域板块。风格方面关注中小盘股向大盘股的转换。

汇丰晋信——受益于调整经济结构的板块会更加受青睐

首先，我国经济复苏外部环境良好。当前，全球经济正处于强劲的周期性复苏中，步伐和力度都要强于预期。第二，短时间内，通货膨胀问题不会成为股市上行阻力。由于经济会处在高增长和低通胀的良好发展时期，同时人民币升值预期将再次出现，所以尽管此前市场存在一定的通胀预期，但这并不能成为影响股市走牛的阻力。第三，尽管投资刺激的拉动作用在 2010 年可能减弱，但随着房地产投资、企业投资以及出口的回暖，政府投资驱动所留下的缺口将会被有效弥补，预计明年经济能实现 8%-9% 的增长。与此同时，A 股市场估值提升和上市公司业绩增长也将有效地推动市场整体走高。综合而言，在良好的宏观经济背景下，资本市场也会有良好的表现。一些受益于调整经济结构的板块如消费零售、汽车家电、食品饮料和酒店旅游等板块会更加受到市场青睐。

光大保德信——解决更广大民众的收入增长问题是难题

上周宏观经济数据上相对平淡，进入真空期。大家关注的时政热点集中在 APEC 首脑峰会和美国总统奥巴马的首次访华行程。从公布的《中美联合声明》来看，两国毫无疑问地在清洁能源产业方面达成了高度一致，今后有望在电动车、清洁煤利用、碳捕捉和碳封存、核能、可再生能源等领域开展一系列的合作。高耗能、粗放型的生产方式导致的环境污染、能源价格高企等问题越来越成为经济社会未来发展的阿基里斯之踵，大力扶持新能源产业的发展，既有利于实现经济增长方式的转型，又可借此时机寻找到后危机时代经济长周期增长的动力源泉。从这个角度而言，虽然其主要标的都有估值过高或者进一步增长缺乏推动力以及产品价格面临下行风险等等问题，但我们仍认为新能源及相关产业的发展将有可能成为未来很长一段时期的投资主题。至于在更需要真金白银付出的经济政策上，中美双方在如何平衡各自国内经济结构的问题上，双方都意识到症结所在。“高消费”的美国表示要鼓励储蓄、降低赤字，“高储蓄”的中国表示要提高收入、扩大内需、改革社保体系。确定了解决问题的方向还只是长征的第一步，后续的具体措施和落实力度方是关键。就中国而言，若能成功复制上世纪六七十年代邻国日韩收入分配改革——收入实质性提升——消费行业明显改善的历史路径，投资者对于消费类股票只能作为防御性品种的认识将有望改变。但是我们认为目前的中国还需要在经济发展上有更大进步才能从根本上解决更广大民众的收入增长问题。上周发改委出台了传闻已久的销售电价上调的政策，这也看作是推动经济向集约型、低能耗方向发展的一个配套举措，对抑制高耗能产业，促进节约能源，促进生态改善都有一定的倾向性意见。上周 VIX 指数继续震荡向下，表明投资者的风险偏好整体趋势仍在上升，全球资金继续流向新兴市场和大宗商品。上周中国股票基金流入为近 27 周新高，全球大宗商品板块基金流入量也创出了 3 年半以来的最大值。市场对中央经济工作会议可能讨论的政策退出问题比较担忧，我们认为此次会议仍将延续近期以来的政策基调，可能不会对政策退出问题明确表态。

光大保德信——仍旧维持对跨年度行情的判断

我们认为，目前“调结构”要先于“防通胀”。调结构主要包括：（1）提高 GDP 中消费所占的比例，为此将继续刺激消费；（2）调整优化产业结构，促进产业结构升级换代；限制产能过剩的行业；扶持新能源、低碳经济、节能减排等；大力推进中央企业的重组。房地产政策方面，关于房市刺激政策退出的传闻将干扰短期走势，但中期对大盘无影响。中央经济工作会议召开在即，自 1997 年以来历次的中央经济工作会议都集中在 11 月底到 12 月上旬的期间，内容主要是确定来年经济工作重点和政策取向。根据对历次中央经济工作会议的回顾，预计 2009 年的中央经济工作会议主基调将巩固经济复苏的良好势头，继续延续“扩大内需”的主线，强调转变增长方式和调整结构，并保持政策连续性。在市场方面，历次中央经济工作会议前后的市场及行业表现并无统一特征，当前市场估值基本合理，盈利预期在逐步被经济基本面证实，我们认为中央经济工作会议确定的政策基调不太会改变市场的中期趋势。我们仍旧维持对跨年度行情的判断，盈利增长与个股价值挖掘将成为行情超额收益的主要来源，市场仍将维持震荡上行的态势。

国投瑞银——近期宜提升行业配置的安全边际

展望后市，在经济强势复兴但后期政策尚待观望的情况下，近期宜提升行业配置的安全边际，建议关注：1、内需主导且收入增长较快的行业，如家电、家具、零售、医药等；2、价值链上游行业：如银行、地产、煤炭等。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。