

每周基金视野:

警惕后续调控政策，深挖新兴产业与二三线城市机会

基金研究员

冶小梅

(0755) 82493609

yexm@lhq.com

看好明年地产新开工数据，仓位上不作显著调整

目前出台的政策主要还是压制投资性需求、刺激供给，但若仅仅止步于当前的政策，则中期影响不大。但由于房地产问题已经从局部问题迅速上升为事关全局的问题，因此，未来在信贷、税收、开发周期、推盘速度方面，还可能继续出台政策，直到明年年中在政策、高房价对需求的压制、新开工加速后带来的供给释放，供求逐渐达成平衡为止（华安）。良好的房地产销售数据和较低的库存促使地产商加大开工力度，投资的增长仍有望保持较高水平；外需存在较大不确定性，但只要不比 09 年更差，对经济增长从增量上并不产生负贡献，倒是存在超预期的可能；而消费将稳中有升（汇添富/长城基金）。市场有望在一季度重拾升势，一是美国补库存的强烈需求将拉动我国出口在一季度快速回升；二是一季度为传统集中放贷时期，每个月信贷投放量有望达到一万亿左右，市场资金面再次宽裕；三是大蓝筹股已经沉寂多时，估值便宜，已经具有投资吸引力（南方）。市场下跌的空间非常有限，如果出现大幅回调，很可能出现跌出来的业绩行情。我们仍然建议仓位上不作显著的调整（华安）。

警惕后续政策的继续出台，预期明年股票供给压力大

房地产政策的超预期调整引起了市场对其他预期的变化（长城基金）。房地产政策调整可能是国家打击资产泡沫的第一步，对于股市的影响是全局性的而不是板块性的，我们要警惕后续政策的继续出台（东吴）。明年通胀究竟会以怎样的速度进展，的确令人心存疑忌，如果 CPI 随之快速上升，那么货币政策将全面转向（汇添富）。如果 2010 年美欧发达经济体的复苏进程遭遇反复，那么贸易保护还将层出不穷，对中国出口形成巨大压力；消费的作用目前被寄予厚望，如果 2010 年消费不能快速增长，中国经济将面临缺乏新动力的风险；而流动性充裕度下降的潜在外部因素包括美元反弹以及海外实体经济吸引力的上升（农银汇理）。目前会相对谨慎，因为三季度企业的净资产收益率水平已跟 2007 年差不多，虽然现在的利率更低，企业盈利可能还有一定的提升空间，但离盈利最高点已经比较接近（易方达）。可以想见明年的新股供应还将保持较快的速度，中国的上市资源非常丰富，还有再融资的市场化也会为股票提供源源不断的供应。明年过半的股票可能都不会涨（兴业全球）。机构普遍预期明年企业盈利增速在 20~30% 左右，在偏弱市的环境中，目前的股价基本反映了这个估值水平，并有所透支，在趋势性的走势影响下，任何影响方向选择的因素都会被放大。在目前调控的背景下，至少短期内市场会比较弱，观望为宜（东吴）。高度关注市场变化，谨慎进行操作（景顺长城）。目前震荡的走势将持续到明年年初，与市场多数预期的到一季度末之前将快速上扬走势不同。市场进入明确的上升通道需要确定性强的盈利和超预期的经济数据的支持（农银汇理）。

新兴产业及业务重心在二三线城市的公司值得深挖

中国过去十年里一个非常显著的现象就是劳动力的收入占 GDP 的比重从 50% 降到了 40%，未来劳动力的收入占比应该会有所回升，无论政策选择哪一个途径，都说明居民的消费需求会增加，消费板块值得看好（广发）。要高度重视新经济模式带来的新的投资思路，在新经济领域，有可能产生 2000 亿市值的公司。非常看好 3G，去年手机销售近几年最差的一年，因

为大家对 3G 有预期，很多需求被压制了。我们认为 3G 成功的可能性非常高，并将改变生活习惯与消费模式；一线城市相当于欧洲跟美国，成长空间已较有限，而二三线城市的成长空间更大，业务重心在二、三线城市的公司值得重点关注（易方达）。对于那些相对而言房价涨幅不高的二三线城市的房地产企业，明年更加具有投资吸引力（大成）。个股热点来自于新兴产业，兼并重组和区域振兴公司，阶段性的行业配置机会主要是利润同比居于市场前列的钢铁，化工原料，农产品子行业，航运等（中海）。配置上对地产和银行低配，对钢铁、化工、航运高配；战略性角度，对消费类（包括汽车、电子等）、低碳等高配（华安）。仍然看好明年消费主题在全年的表现，而关于 3G、新能源、节能减排带来的新技术、新需求的出现都会孕育很好的投资机会（汇添富）。如果明年的通胀水平超出目前市场的一致预测，抗通胀的原材料股将会有较好的表现，比如煤炭股；面对消费股不便宜的估值水平，我们需要做的是在珍宝中选便宜（博时）。预计 2010 年如家电下乡、以旧换新、节能环保等力度均会有不同程度的加大。根据我们的测算，今年以来房地产销售的火爆所带来的对家电的需求刺激能够持续到 2010 年 3-5 月。2010 年的家电行业是一个增长确定性很强的行业，也是一个值得投资的行业（摩根史丹利华鑫）。今年以来小市值股票持续大幅战胜大市值股票，这一现象在持续时间和超越幅度上都是少见的，它反映了市场流动性的真实状况，也反映了投资者对于未来经济复苏的犹疑态度。至于未来市场风格是否会发生反转，这也取决于市场流动性的变化和经济复苏的进程；当然，也可能是以小股票的回落来实现风格转化（国海富兰克林）。

目 录

广发基金——居民的消费需求会增加, 消费板块值得看好	4
易方达基金——看好 3G, 业务在二三线城市的公司值得关注	4
兴业全球——过半数股票明年可能都不会涨	6
华安基金——对钢铁、化工、航运高配	6
博时基金——2010 年通胀无疑将是一个非常重要的主题	7
南方基金——政策收紧震荡加剧, 一季度有望重拾升势	7
汇添富基金——对明年通胀究竟会以怎样的速度进展心存疑忌	8
大成基金——明年应该多关注房地产带动的相关行业投资	9
国投瑞银——经济结构实质性调整初期, 股市震荡将显著加剧	9
浦银安盛——基金减持房地产和有色后, 调整才可能得以结束	9
景顺长城——波动行情将持续, 谨慎操作	10
摩根史丹利华鑫——2010 年的家电行业增长确定性很强	10
长城基金——明年市场难有单边系统性机会	10
农银汇理——明年出口依然很不确定, 震荡将持续到明年年初	11
富兰克林国海——围绕经济结构调整方向和新经济模式布局	12
东吴基金——要警惕后续政策的出台, 及时规避风险	12
中海基金——关注钢铁, 化工, 交运和金融服务子品种	13
光大保德信——房地产政策密集出台引起市场预期的相对变化	13
长信基金——回避不确定性	14
诺安基金——2010 年将围绕一条防守主线和三条进攻主线展开	14
友邦华泰——看好消费内需、增速较快的周期性行业及新兴产业	15

广发基金——居民的消费需求会增加，消费板块值得看好

虽然不知道用于刺激经济的资金通过什么方式进入了资产领域，但是全世界的央行和政府都感觉到在资产领域是有泡沫的，现在各国政府对于以下三个方面都感到束手无策，**第一没有办法测量出泡沫有多大；第二没办法确定资产泡沫对于经济有多大危害**，比如剔除输入型通胀后的核心通胀是跟消费相关的，通胀的发生就需要有资金流入消费领域，资产泡沫要转变为通胀，除非大家把积聚了泡沫的资产变现，用于增加消费，使得供不应求，从全球的情况看，现在还不具备这样的基础；**第三不知道应该如何采取措施**。这是全球性的难题，面对这种情况，中国可以动用行政手段，但美国就只能加息手段，所以美国更加难以抉择。明年全球的一个主题就是刺激政策的退出，危机中的经济就像一个病人，刺激政策就是治病的药，现在我们看到经济在恢复，所以最理想的状态是停“药”而经济形势继续好转，所以除了赌泡沫继续上涨的投机客外，大部分人都会期待刺激政策的退出。但是从退出策略上看，为了不影响信心，没有人愿意提政策退出的问题，所以最好的办法是，等到经济完全恢复的时候，再告诉大家其实刺激政策早已经退出。**过去十年全球经济增长的动力是中国经济的起飞。现在全球经济的难点在于缺乏新的动力。只有具备以下两个特点之中的一个，才能够承担起经济增长动力的重任，第一个特点是能够降低成本，比如蒸汽机的发明和新经济等，这些驱动因素的共同特点就是带来了劳动生产率的上升，第二个特点就是有新的资源投入，产生了新的需求，从而形成一个新的循环，比如中国为全球提供了大量的新的劳动力资源。但是现在被我们赋予厚望的新能源经济跟这两个条件都不符合。现在还看不到有类似于新经济和劳动力资源这样的强劲的驱动因素。**具体到对2010年的A股市场进行判断，首先要给牛市一个标准，如果剔除像2006年、2007年和2009年上半年这样的“特殊”年份，从长期的水平看，年涨幅能够达到20%其实就已经算是牛市了，我们进行一个简单的计算，如果估值水平不变，股价的上涨只能来自于业绩的增长，再假设生产效率不变的话，也就意味着ROE水平不变，那么业绩的增长就只能来自于资本金的增长，资本金的增长只有增发和利润滚存两个途径，从这个角度看，长期能够有20%的增长就已经挺不容易的。**我们判断2010年A股涨幅达到20%还是可能的。**但是如果要求更高的涨幅，比如希望达到2006年、2007年和2009年上半你那样的涨幅，那只能是吹出一个大泡沫，这个泡沫包括两个层面，一个层面是经济的泡沫，通货膨胀，楼价涨，房价涨，什么都涨，另一层面是股价的泡沫，双重泡沫共同推动，股市就会有一个大幅的上涨。至于会否出现这样的状况，我们无法做出判断。**未来我们看好消费板块，中国过去十年里一个非常显著的现象就是劳动力的收入占GDP的比重从50%降到了40%，这一方面说明中国资本密集型的企业比较多，另一方面也说明中国的资本回报比较好，但是这已经是一个顶峰，未来劳动力的收入占比应该会有所回升，从政策路径看，有两个选择，第一就是劳动力价格上升，这样资本回报率下降，另一个路径是政府采取垄断等手段，维持现在的资本回报率，但是政府通过转移支付的方式增加劳动力的收入，无论是选择哪一个途径，都说明居民的消费需求会增加，消费板块值得看好。**

易方达基金——看好3G，业务在二三线城市的公司值得关注

投资总监: 我们更加坚定了自下而上为主的基本面分析方法战胜市场的信心, 在绝大部分年份里, 自下而上的研究是有效的, 不能因为短时间的变化就否定价值投资。目前正在进行的经济结构调整, 可能催生新一批的牛股。要高度重视新经济模式带来的新的投资思路, 一个腾讯, 比宝钢武钢加起来的市值还大, 可见新经济的魅力。创业板的推出, 又推动了风险资本积极介入, 部分代表新经济的中小企业会成长得更快。在新经济领域, 有可能产生 2000 亿市值的公司。从这一角度出发, 非常看好 3G, 去年手机销售近几年最差的一年, 因为大家对 3G 有预期, 很多需求被压制了。我们认为 3G 成功的可能性非常高, 并将改变生活习惯与消费模式。应该从新经济的角度, 重新理解大消费的概念, 消费品不一定是白酒, 年轻人不一定会喜欢白酒, 我们必须更深入去研究去挖掘。比如电影, 近年来票房收入每年增长 30%, 这在过去是很难想象的。因此, 我们必须重视 3G 未来将带来的变化。从 2006 年到 2009 年, 股市每年初到年底的波动幅度都在 50% 以上, 2010 年这种状况可能会有所改变, 市场的波动幅度应该会降下来一些。明年股市应该会相对均衡。至于目前, 会相对谨慎, 因为三季度企业的净资产收益率水平已跟 2007 年差不多, 已接近历史最高水平, 虽然现在的利率更低, 企业盈利可能还有一定的提升空间, 但离盈利最高点已经比较接近了。对于中国经济的长期走势, 就乐观, 中国经济的发展动力很强, 在出口的拉动效应减弱以后, 从 2009 年开始未来五年一定会体现在消费上。二三线城市是中国未来重要的经济增长点, 经济结构的调整势必会往消费与二三线城市转移。一线城市相当于欧洲跟美国, 成长空间已较有限, 而二三线城市的成长空间更大, 因此, 业务重心在二、三线城市的公司值得重点关注。

易方达亚洲精选: 据国际货币基金组织预测, 到 2014 年的 5 年时间里, 全球经济预计平均增长幅度是 4.5%, 但亚洲新兴市场则可达到 8.5%, 中国更是会达到 9.5% (预测数据显示在全球未来 5 年的经济增长中, 中国的经济增长情况可能最好)。如果股市反映基本面的话, 未来以中国为代表的亚洲新兴市场会比成熟市场涨得更多些。预计后续还会有热钱涌入。实际上, 这些热钱 (来自美国) 应该分成两部分: 一是像投资银行那样的热钱 (通常热钱指对冲基金和投资银行的钱), 已经进来了; 二是大型的养老基金, 实际上大型养老基金是美国资金的主流, 这些人的反应速度非常慢, 这些资金还没有进来。现在有一种现象, 之前投资者借美元去买了很多其他风险资产, 如果说美元明天大幅升值 10%, 相信全球股市还有澳元都会“贬值”, 所以对美元的判断和对其他风险资产的判断, 实际上是一回事, 美元升值后, 到时大家如果都把钱拿去买无风险资产, 美元就可能是贬值趋势。这主要是因为美国失业率上个月为 10%, 低于市场预期的 10.2%, 这会导致一个现象, 好像美国经济比大家想象的要好一点, 美国加息时间就会提前一点。市场对美国加息时间点的预期即便只往前提了一点, 短时间内, 此前靠廉价美元所推高的风险资产就会下跌。实际上我们对这个问题的判断是, 不管美元怎么样, 从长远来看, 基本面好, 股市就会上涨。而目前中国的资产价格涨得太快, 如果美元升值, 或许会给我们一个建仓良机。目前不看好美国经济, 但希望美元现在可以给大家的预期降一降温, 因为今年 (新兴市场) 这么大幅升值, 完全就基于美元长期 0.25% 的低利率预期。如果这个预期稍微变化一点点, 其实不用变化太多, 市场就会有大的调整, 至少 10%、15% 的调整, 为什么? 市场涨太高了, 你这个时候稍微心态有所变化, 它就会有调整, 但这种调整不会再像 2008 年的调整那样, 而是一个微调。

兴业全球——过半数股票明年可能都不会涨

近期股市大盘处于胶着状态下，中小板股票和创业板股票的发行却越来越热闹，发行市盈率屡创新高。第一批创业板股票发行市盈率接近 60 倍，上市后继续爆炒，第二批发行时自然参考第一批的市场价，结果发行市盈率平均变为 80 多倍，如果第二批上市后按“惯例”再狠狠涨一截，以后创业板恐怕都要发百倍以上市盈率了。受创业板感染，中小板股票的发行也是水涨船高，一级市场的高价发行再助推二级市场的上涨，在大盘蓝筹趴着不动，因而指数胶着时，小股票的行情却越演越烈。莫非价值投资只对大盘蓝筹股适用？过去我们新股发行是由管理层根据市盈率等一些指标进行指导定价，现在管理层基本上是不干预新股定价了，新股的发行定价交由市场供求双方来决定。新股定价的市场化当然是一个进步，只不过在目前供求缺口还较大的时候，尤其是大家普遍相信新股不败时，新股市场成为一个典型卖方市场，既然奇货可居，市场对漫天开价的约束是很弱的。发行定价的市场化恐怕在倒逼我们的发行控制也得尽快市场化，至少近期还得把新股尤其是小型新股的供应再加快一些，尽快让供求关系更加平衡一些，因为目前的状态持续下去至少有两方面的害处，一方面对发行方来说每一次都超募了比需要多得多的资金，是对资源的浪费，要知道中国还有无数的好企业严重缺乏融资。更严重的害处则是过高的购买价将使二级市场投资者处于危险之中，未来他们的财富将受到侵蚀，而一个市场如果将来不能给投资者提供长期的持续回报，市场的未来前景也将堪忧。因而可以想见明年的新股供应还将是较快的速度，中国的上市资源，尤其是中小型上市企业的资源是非常丰富的，恐怕不用担心新股后续供应问题，还有再融资的市场化也会为股票提供源源不断的供应。当新股供求渐渐平衡的时候，尤其是当打新必赚的金身破了之后，我们希望这个金身早点破，恐怕发行的市盈率也会逐步的回归，到时今天疯狂追逐新股的投资者又很可能成为退潮后的裸泳者。所以尽管现在市场普遍很乐观，我们却很担心，明年过半的股票可能都不会涨。

华安基金——对钢铁、化工、航运高配

我们认为，市场会继续弱势震荡一段时间，主要是随着经济数据走强，政策退出乃至压制房地产泡沫的措施会不断加强，而经济走强已经在市场预期之内，但政策变数较多很可能超预期的东西多，所以市场会弱势震荡。但是，随着时间跨入 2010 年，市场预期以及流动性状况都可能迅速发生转化，相信现阶段表现不会是未来市场的常态。相信在高增长、低通胀的宏观经济背景下，在企业利润面临加速增长、市场流动性依然充裕的有利条件下，市场重心在反复震荡中逐步上移应是大概率事件。

近期中央密集出台房地产宏观调控政策，导致地产股大幅下挫并带动整个市场显著回调。从目前出台的政策上看，主要还是压制投资性需求、刺激供给，短期内，可能会通过影响供求双方的预期，起到减弱需求和刺激开发商加快推盘的作用，但若仅仅止步于当前的政策，则中期影响估计不大。由于房地产问题已经从局部问题迅速上升为事关全局的问题，因此，未来在信贷、税收、开发周期、推盘速度方面，还可能继续出台政策，直到明年年中在政策、高房价对需求的压制、新开工加速后带来的供给释放，供求逐渐达成平衡为止。我们同样认为，市场下跌

的空间非常有限, 如果出现深幅回调, 很可能出现跌出来的业绩行情。考虑这些情况, 我们仍然建议仓位上不作显著的调整; 配置上对地产和银行低配, 对钢铁、化工、航运高配。对于不想参与这种短期业绩行情博弈的, 则可从更为战略性角度, 对消费类(包括汽车、电子等)、低碳等高配。

博时基金——2010 年通胀无疑将是一个非常重要的主题

博时精选: 最近股票市场的关注点主要有两个: 一个是通货膨胀, 国家统计局公布的 11 月 CPI (居民消费价格指数) 已经由负转正, 同比上涨 0.6%。加上最近媒体对肉、食用油、蔬菜等等食品价格上涨的报道逐渐增多, 通货膨胀的预期越来越浓。目前主流券商对于明年 CPI 的预测大多集中在 2.5-3% 这个区间, 而实际 CPI 则有可能超过这个水平。2010 年的投资机会中, 通胀无疑将是一个非常重要的主题。另外一个关注点是 IPO 的提速, 最近一段时间包括中国重工、中国北车等一批大盘股陆续发行, 对股票市场的短期走势带来了一定的压力。但是我们认为短期市场供求关系的失衡不会改变市场的中长期趋势, 我们应该将更多的精力放在对股票基本面的研究、和对估值水平变化带来的投资机会上。2010 年上市公司的盈利增长将会不错, 市场的一致预测大约在增长 25% 左右。如果这个预期可以实现, 沪深 300 的整体 PE 水平将会下降到 20 倍左右。在中国经济触底回升的阶段, 这个估值水平是可以接受的, 但经过 2009 年的上涨, 也不存在股票市场的整体性低估了。我们对明年股票的整体回报率预期应该下调, 同时由于明年的流动性可能不如今年, 股价的上涨将更多的来自盈利水平的推动。比如银行股, 预计明年整个行业大约 20-30% 的盈利增长, 理论上可以给这个板块带来 20-30% 的投资回报。另外, 如果明年的通胀水平超出目前市场的一致预测, 那么抗通胀的原材料股将会有较好的表现, 比如煤炭股。而目前市场一致比较看好的消费股, 将会是未来较长时期中国股票市场的重要投资主题。不过面对消费股不便宜的估值水平, 我们需要做的是在珍宝中选便宜。

南方基金——政策收紧震荡加剧, 一季度有望重拾升势

上周房地产政策频出, 市场供给压力增大, A 股大幅下挫。国务院表示要求加强房地产市场监管, 随后各部委联合出台关于加强土地出让收支管理的通知, 令市场人气受到严重打击, 加之大盘股持续发行及 8 只创业板新股申购令市场资金面受到考验, A 股全周大幅下挫。近期市场连续下跌, 究其原因, 主要是政策退出和加速扩容引发市场担忧导致的。明年的政策主线就是过度宽松政策的退出, 而四季度的信贷规模控制和房地产政策收紧是政策退出的开始。中央工作会议之后, 市场对政策退出的担忧与日俱增, 而对房地产政策的收缩进一步验证了之前的担忧。过去一年, 房地产从寒冬变得像酷暑, 这不太正常。部分城市房价上涨太快, 甚至超过 07 年高点。最近土地拍卖市场“地王”的频频出现, 进一步坚定了政府对房地产市场调控的决心。未来一段时间, 还可能针对房地产的具体措施出台。大盘股和创业板扩容加速, 对市场资金面形成一定压力。上周深圳燃气完成申购, 中国北车已开始网下申购, 中国化学接获证监会批文, 将于本周开始初步询价, 预计募集资金 95 亿元; 此外, 中国一重也于上周成功过会。创业板年底发行提速, 继第二批创业板公司“上路”以来, 第三批共 6 家创业板公司也已刊登招股说明书, 将于 2 月 24 日进行网上网下申购, 合计募集资金投向逾 12 亿元。招商证

券成为本轮 IPO 重启以来的首只破发股，不仅令大盘股整体重心下移，也对投资者信心形成一定打击。考虑到政策退出和加速扩容压力对市场的冲击，短期市场以震荡为主，但是我们认为，经济复苏的趋势没有改变，市场的中长期走势决定于经济基本面。非常时期过度宽松的政策退出是正常的，也是必要的，只要经济上升趋势不变，市场将最终走出调整格局。我们认识，市场有望在一季度重拾升势，主要原因，一是美国补库存的强烈需求将拉动我国出口在一季度快速回升，从而加速我国经济复苏力度；二是一季度为传统集中放贷时期，每个月信贷投放量有望达到一万亿左右，市场资金面再次宽裕；三是大盘蓝筹股已经沉寂多时，估值便宜，已经具有投资吸引力。

汇添富基金——对明年通胀究竟会以怎样的速度进展心存疑忌

今年的行情已接近尾声，展望明年，由于旺季来临和去年低基数的影响，消费无论在同环比层面均有望保持强劲增长势头；固定资产投资今年基数较高，且政府近期出台了严控新开工的政策，预计中央和地方投资的新开工明年会受到较大影响，但在建项目的继续投入有望保持稳定，同时，良好的房地产销售数据和较低的库存促使地产商加大开工力度，因此投资的增长仍有望保持较高水平；外需存在较大不确定性，但只要不比 09 年更差，对经济增长从增量上并不产生负贡献，倒是存在超预期的可能。在上述宏观背景下，我们可以预见，微观层面的下游消费服务行业盈利也将在同比和环比上继续增长；而中游制造业当中的机械、化工、建材、钢铁、电子等，近期也观察到销量的增长或产品价格回升，部分与出口相关的需求也在好转，考察上游成本，铁矿石、油价等并未出现显著波动，因此，我们可以认为近期出现的这些迹象意味着下游需求的拉动和企业盈利的回升。另一方面，明年在若干方面也存在着较大的不确定性。比如：房地产相关政策对销量和价格的影响；通胀的发展进度以及相应的央行货币政策对流动性的影响；美元汇率波动对油价、大宗商品以及新兴市场资金流动的影响。试作最坏的设想，二手房免营业税政策收紧已经打击了部分投机性需求，国务院会议表达了上层对房价过快上涨的不满，同时向市场传达了房价接近天花板的信号，基于真实需求的部分购房者心态也会受到影响，但是，如果明年的投资在更大程度上依赖地产开工的增长，销量的大幅萎缩也是政府所不愿看到的，预计这种博弈的过程会贯穿很长时间，这对投资来说是一种煎熬。通胀方面，虽然 CPI 刚刚转正，但是通胀预期却很强烈，更为值得警惕的是 PPI 上升很快，历史上看，PPI 快速上升阶段股票市场表现都不是很好，从基本面来讲这意味着工业品价格的全面快速上涨和可预见的下游需求的不可持续。如果 CPI 也随之快速上升，那么货币政策将全面转向。从历史上看，货币发行的高增长不可避免会导致通胀，其滞后时间在半年到一年，今年 M1、M2 的高增长有目共睹，明年通胀究竟会以怎样的速度进展，的确令人心存疑忌。再就是美元，美元持续上涨对股票市场的不利影响归纳起来似乎有以下方面：一是人民币的被动升值，对我国出口不利；二是资金回流，金融危机以来美元已取代日元成为全球利差交易货币，美元升值将压迫交易平仓和资金回流美国市场。美元是否会持续升值，很难判断，而可能的促发因素有二：一是不断增强的加息预期；二是后危机时代美国经济增长模式的转变带来的贸易逆差缩减。面对未来，喜忧参半。从策略上来讲，应该尽量回避一些可能受上述不利因素影响的品种，而选择政策风险小甚至受到明确鼓励的品种，相对来讲，仍然看好明年消费主题在全年的表现，而关于 3G、新能源、节能减排带

来的新技术、新需求的出现都会孕育很好的投资机会。

大成基金——明年应该多关注房地产带动的相关行业投资

大成价值增长：本周我们乘大盘调整增持品牌白酒，减持相对估值偏高的啤酒和部分汽车股，继续维持适中的股票仓位。经过上周的大跌，加之接下来的一周多的时间为 2009 年最后的交易时间，考虑机构的窗口粉饰效应，我们预计短期市场将进入震荡盘整阶段，上周被错失、相对估值偏低、**预期 2010 年有可能超预期成长的消费股有可能是这个阶段最为活跃的品种**，我们将根据市场的变化，逢高减持超涨的相对估值偏高的个股，逢低增持被错失的优质消费股，继续维持适中的股票仓位。大成精选增值：在操作上本周调整较小，基本维持原有组合和结构。本周市场将维持震荡走势，本基金将着眼 2010 年 1 月份的投资机会，力争在年末行情中为持有人取得更多的超额收益。大成优选：**未来短期来看市场依然缺乏上涨动力，银行再融资、地产持续政策出台、经济增速平稳等都不足以支撑市场能有超预期表现**。大成积极成长：我们认为短期市场由于房地产政策的收紧等将引发明年政策退出的担忧，因而我们认为短期市场仍会是底部震荡格局。关注美元反弹可能引发的资金从新兴市场回撤带来的风险；市场对银行明年大额融资的担心和明年流动性抽紧的担心，短期大盘股大幅上升的可能性居小，但由于目前大盘股估值相对偏低，前期我们所期望的风格切换可能由小盘股的表现相对弱势来完成。

明年应该多关注房地产带动的相关行业投资。另外，对于那些相对而言房价涨幅不高的二三线城市的房地产企业，明年更加具有投资吸引力；项目储备较多，资金链充裕的房企表现也会强于大势，而对那些过度依赖高房价的公司则应该保持谨慎。

国投瑞银——经济结构实质性调整初期，股市震荡将显著加剧

经济结构实质性调整的初期，股市震荡将显著加剧，投资者宜加强仓位控制及所投产业的安全边际，**建议关注：银行、石油、天然气、铁路运输、采掘等估值占优的行业**。

浦银安盛——基金减持房地产和有色后，调整才可能得以结束

看目前市场，虽然分析师多空观点已经低至-0.5 左右的绝对低位，且该低位的分析师多空观点对应着此前多次的市场阶段性低点，但现时基金平均仓位却依然处于绝对高位，这也就可能意味着市场还难以快速脱离目前的弱势状态。**目前对市场影响最大的两大利空因素，一是国内房地产调控，二是美元大幅反弹，两者分别影响到基金对两大重仓行业——房地产和有色的信心。重仓持有的股票遭遇行业利空，基金可能选择减持。由于市场对未来经济的信心还未有动摇，因此仓位的下降将主要通过结构性调整来完成。这也意味着在基金仓位通过减持房地产和有色股票得到明显下降后，本次调整也可能得以结束。**

浦银安盛红利精选：2010 年的投资机会将集中在政府的经济工作重点中得以充分体现，可以归纳为保增长、调结构和防通胀三个层面的内容。保增长主线下，可

关注与此相关的零售和医药等行业, 同时投资仍然会保持较快的增速, 看好钢铁和化工行业中的一些相关子行业; 在调结构的主线下, 取代高能耗和高污染的新型产业值得关注, 其主要的投资机会主要集中在新能源产业, 涉及的行业主要涵盖电力设备、建材、机械和化工等行业中的一些子行业。此外, 在流动性仍然较为充沛的条件下, 如果实体经济的需求无法有效跟上, 则资产价格的上涨可能无法避免, 需要关注央行的政策动向。在这条主线下, 看好的行业包括煤炭、贵金属和农业。

景顺长城——波动行情将持续, 谨慎操作

中央经济会议结束后一周出台了明显针对地产泡沫的政策, 这些迹象表明管理层对经济复苏的势头是确定的, 但对经济复苏的结构会进行调整, 避免经济“硬着陆”。正确理解中央经济会议精神将有助于投资人明确方向。近期的市场由房地产领跌, 前期涨幅过大的小股票也出现回调, 市场从前期对一季度行情的高度乐观中逐步清醒过来。如果政策调整不到位, 一季度出现超预期的经济过热, 包括投资高增长、M1 增速超过 40 个百分点、CPI 高企以及楼市、股市等资产类市场进一步走高等, 将很可能导致一季度结束后的政策急刹车, 政府将会对投资、信贷等进行控制。而只有经济实现软着陆, 市场通过较长时间慢慢达均衡状态, 在此过程中我们才能真正自下而上, 选择能长期带给投资人明确回报的上市企业。我们认为波动行情将持续, 而这是一个较好进行结构调整的时间。在经济过热势头尚未完全明朗前, 我们将高度关注市场变化, 谨慎进行操作。

摩根史丹利华鑫——2010 年的家电行业增长确定性很强

节日气氛渐浓, 市场上资金有些无心恋战, 同时本周将发行 11 只新股 (6 只创业板、3 只中小板和两只大盘股), 对本已不足的市场资金面增加了新的压力, 也给弱市中的投资者带来一定的心理压力, 而经过上周的大幅下跌, 房地产板块对于政策调整的利空也已消化大半, 但反弹力度相当有限, 因此市场短期很可能维持弱势震荡整理, 出现跨年度行情的难度加大。

家电行业的刚性需求、消费补贴以及 2009 年新房销售的贡献或将使家电行业在明年一季度凸显投资机会。今年以来, 在政府一系列拉动内需政策的刺激下, 家电消费补贴和新房购房量反弹这两大刺激家电消费的因素强有力地使家电内需从年初较大幅度的下滑拉升至阶段性复苏高点。基于对政策和市场的预判, 我们预计, 2010 年的国家政策, 如家电下乡、以旧换新、节能环保等, 力度均会有不同程度的加大。根据我们的测算, 今年以来房地产销售的火爆所带来的对家电的需求刺激能够持续到 2010 年 3-5 月。而且以 LCD 替代 CRT 为代表的家电更新换代也会给相关上市公司带来丰厚的盈利水平提升的机会。因此我们认为, 2010 年的家电行业是一个增长确定性很强的行业, 也是一个值得投资的行业。

长城基金——明年市场难有单边系统性机会

明年全球将进入后危机时代, 其主要特征是全球经济复苏进入再平衡阶段, 危机时期的刺激政策逐步退出, 经济复苏、全球流动性过剩下通胀可能超预期, 多元国际货

币体系加快进程,国际资本由发达国家重新流向新兴市场国家。2010 年市场整体将呈现震荡格局:一方面,不断上调的市场预期开始接受考验,市场扩容下整体估值难以进一步提升,经济继续复苏将导致扩张的经济政策逐渐退出,流动性减弱,市场难有单边系统性机会。另一方面,来自于经济复苏的持续性、盈利增长的确定性等基本因素,又使市场调整的空间有限。2010 年中国经济复苏将具有持续性。即使不考虑政府投资项目的惯性,在房地产投资回升的拉动下,固定资产投资有望保持较高的增长水平、外需的好转可以期待、消费将稳中有升。政策调整时间可能会早于市场普遍预测的明年下半年。针对房地产的行业政策、银行资本金问题、产业政策等,很可能是政策的先行部队。政策调整的路径可能是先进行某些行业的政策调整,然后是量化的调整措施,如通过多种手段加大公开市场回收流动性力度、信贷增量控制、对外汇资金的检查、增加市场扩容速度等,最后才是价的调整,如提高准备金率、加息等。对于通胀预期,巨量货币的投放带来通胀只是时间问题,明年通胀压力可能会超出市场预期。产能过剩也许会延长过量货币扩张到消费物价上涨的传导时间,然而这也只是需求层面的考虑。由于成本端的压力,即使在产能过剩的条件下,通胀依然具备发生条件,如果考虑资产价格,广义的通胀也许正在到来。从流动性方面看,明年信贷收缩、市场扩容等导致市场流动性收缩的因素相对较为确定,而热钱流入、储蓄分流、货币活期化等导致流动性增加的因素属于市场预期,未来不确定性相对较大。明年上半年尤其是一季度,市场总体流动性还将充裕,但是随后市场流动性将面临很大的不确定性。在投资策略上,2010 年更行之有效的策略是通过回归盈利和估值的基本面研究,寻找业绩增长确定的公司,通过精选个股来创造超额收益。看好的投资主线有经济进入扩张期下的主导行业、通胀预期加强下的投资机会、经济结构调整下的消费类、出口复苏的投资机会。

农银汇理——明年出口依然很不确定，震荡将持续到明年年初

就目前的时点判断,2010 年出口的因素依然很不确定,而投资拉动能否持续现在也颇受争议;在这种情况下,明年的消费能否成为拉动经济的新动力,显得至为关键。从全球再平衡角度来看,我国的经济政策也将更加以国内消费需求为导向。原先贸易赤字的发达经济体在危机之后都寄希望于出口成为新的经济增长动力。在此过程中,原先消费较少、出口较多的经济体就自然地被要求增加消费,中国就是其中之一。推动这一再平衡的手段之一就是全球贸易保护主义,在 2009 年这一现象已经频频抬头。如果 2010 年美欧发达经济体的复苏进程遭遇反复,那么反倾销、反补贴,甚至对进口产品征收碳税的提案还将会层出不穷,对中国出口形成巨大压力。中国政府目前对拉动消费的意图已经十分明显:12 月初闭幕的中央经济工作会议,以及随后的国务院常务会议,已经传递出对 2010 年扩大内需,特别是国内消费需求的政策意图。我们认为消费的作用目前被寄予厚望,如果 2010 年消费不能快速增长,中国经济将面临缺乏新动力的风险。

展望 2010 年资本市场的流动性,我们认为其充裕程度相比 09 年将有所下降,但总量将保持经济继续稳步复苏。充裕度下降的内部原因包括银监会对银行资本充足率的限制,以及央行货币政策的转向。从经济工作会议对货币政策的表述来看,数量型工具仍将是明年货币政策的主要抓手,而信贷投放会继续扮演重要角色。但经历了 2009 年的大规模放贷之后,银监会可能要求银行提高资本充足率以降低风险,为此明年银行可能会适度调整放贷节奏,更侧重于信贷结构方面的调整,

以服务于国民经济增长方式的转变：例如减少中长期贷款过多集中在房地产开发等风险行业，同时投向更符合国家产业政策、节能减排需求的领域等。流动性充裕度下降的潜在外部因素包括美元反弹以及海外实体经济吸引力的上升。2008年危机爆发以来，降息浪潮席卷全球，尤其是美国的联邦基准利率已经降至史上最低水平（0-0.25%）；目前美元已经取代日元成为世界套息交易的主要融资货币。而美国经济在09年的复苏过程中，贸易赤字和失业率的下降都已超出市场预期；如果2010年美国复苏进程加快，美联储将可能提前加息。由此引发的美元反弹以及实体经济吸引力的上升将对中国等新兴市场造成一定资金压力。但美国经济复苏进程超预期，也可能带来中国贸易顺差的超预期，这将部分抵消美元套息交易平仓的影响。基于上述分析，我们认为明年资本市场整体指数的表现将相对平淡，自下而上的精选个股则显得更为重要。

我们基于政策、资金层面及海外市场走势看淡短期市场走势。虽然中期趋势未变，但短期政策紧于预期、资金面压力依然存在、海外市场可能持续疲弱、基本面改善到再次大幅超出预期需要时间，目前震荡的走势将持续到明年年初，与市场多数预期的到一季度末之前将快速上扬走势不同。市场进入明确的上升通道需要确定性强的盈利和超预期的经济数据的支持。大小盘风格转换已经开始，但这并不意味着大盘股有很大的上升空间，大小盘风格的转换可能是由大小盘的相对表现差异来实现的。板块选择上，以盈利改善趋势强、估值具备相对优势、有短期股价刺激因素等为标准。结合这些条件，我们短期相对看好金融、零售、白酒等板块的表现。同时，个股机会大于板块机会。其他方面关注事件包括哥本哈根会议的结束，低碳板块可能由于哥本哈根会议并无实质性结果以及对小盘股风险偏好的减弱而出现回调。

富兰克林国海——围绕经济结构调整方向和新经济模式布局

潜力组合：今年以来小市值股票持续大幅战胜大市值股票，这一现象在持续时间和超越幅度上都是少见的，它反映了市场流动性的真实状况，也反映了投资者对于未来经济复苏的犹疑态度。至于未来市场风格是否会发生反转，这也取决于市场流动性的变化和经济复苏的进程；当然，也可能是以小股票的回落来实现风格转化。风格转换时间点是很难事前预期，我们只能是根据具体行业和公司的发展前景和当前估值水平来做投资决策，不会刻意进行风格上的配置。站在目前这个时点，我们更多的是为来年的投资进行布局。2010年的市场将面临非常复杂的格局，一方面中国经济需要进行结构性调整，一方面宏观经济政策需要根据复杂的经济状况进行相机抉择，市场流动的变化也会相当复杂。在投资上我们将围绕未来中国经济结构调整的方向和新的经济发展模式进行布局，希望能给投资者带来不错的投资回报。

东吴基金——要警惕后续政策的出台，及时规避风险

本周市场经历了较大幅度的调整，原因在于近期诸多不利的内外因素，下面我们简要分析一下并研判一下后市走势。首先是针对地产的调控政策，在中央经济工作会议之后，国务院及相关部委紧密出台了一系列针对地产的政策，从税收、政策管理和土地转让等诸多方面对地产行业构成影响，此次值得重视的是国家对于

相关政策的执行力度明确作了要求, 在上述政策出台之后, **住建部召集全国大中城市相关领导开会**, 强调落实, 这点以前是少有的, 可以预想在未来一段时间之内, 各地方政府, 特别是房价上涨较快的地区会有配套的政策跟进, 这些对于地产板块的打击是很大的, 同时对于地产的上下游相关行业也有较大影响, **深远来看, 这可能是国家打击资产泡沫的步骤的第一步, 从这个层面来讲, 对于股市的影响是全局性的而不是板块性的, 我们要警惕后续政策的出台, 及时规避风险。**其次就是美元汇率问题, 前期我们多次提到迪拜危机对于全球汇率市场和流动性的影响, 目前来看, 比我们预想的还要多变, 希腊, 西班牙相继评级下调, 美元走势超出市场绝大多数预期, 买入头寸还在高位持续增加, 显示避险交易还是市场主流, 甚至有诸多研究机构认为美元已经脱离了长期贬值的走势, 对此我们的看法是有待观察, 目前不改变美元短期看强, 长期看弱的观点。另外, **从我们市场本身来看, 机构普遍预期明年企业盈利增速在 20~30% 左右, 依此来看, 在偏弱市的环境中, 目前的股价基本反映了这个估值水平, 并有所透支, 在趋势性的走势影响下, 任何一种方向的选择都会有所放大。回到我们研判市场的基本观点, 市场整体的背景是否改变影响对于走势的看法, 前期周报曾经提及目前市场在没有外部主要因素变动情况下就是整理市, 在等待新的关键词出现, 目前来看, 这个节点可能已经到来, 或许比我们预想的要早, 牵一发而动全身, 在调控的背景下, 至少短期内市场会表现的比较弱, 不排除向下破位的走势, 建议观望为宜。**

中海基金——关注钢铁, 化工, 交运和金融服务子品种

在投资策略上, 我们强调三点: 1, 坚定卖出估值高质地差的中小盘股, 不论是在目前卖出还是在市场反弹中卖出。2, **择机增持低估值的蓝筹股, 风格转换在市场震荡中正在逐步演绎, 未来一个季度, 低估值大中盘超越高估值小盘概览大, 建议关注的行业主要是钢铁, 化工, 交通运输子品种, 金融服务子品种等。**3, 2010 年对于震荡市场的投资策略应是“自下而上选择优质个股赢取绝对收益, 阶段性自上而下博弈资金和政策进行行业配置”。**个股热点来自于新兴产业, 兼并重组和区域振兴公司, 阶段性的行业配置机会主要是利润同比居于市场前列的钢铁, 化工原料, 农产品子行业, 航运, 博弈政策的金融等。**

光大保德信——房地产政策密集出台引起市场预期的相对变化

上周我们提出需要关注各部门会否在各自行业出台一些新的针对 2010 年的行业政策, 可能对市场有短期直接影响。只不过实在是没有想到地产行业政策出台的这么快还频率这么高, 直接导致地产板块下跌了接近 20%, 成为市场做空的主要动力。根据目前的发行安排统计和预测, 我们看到新股发行在 12 月也有较大的融资需求和发行频率。12 月 IPO 融资金额预计将超过 500 亿, 成为今年 IPO 重启以来融资金额仅次于 7 月的月份。并且发行家数将达 35 家, 成为今年之最。密集的发行压力对二级市场有一定压力。舆论导向开始不利地产市场。在 10 个工作日之内, 政策出台频率十分密集, 这一点相信超出所有市场人士甚至是房地产行业专家的预期, 因此对地产股的打击力度也相当大, **引起了市场预期的相对变化。房地产政策的超预期调整, 降低了市场对于刺激政策的预期, 此前“一季度仍将维持扩张政策、最早到二季度才开始调整”的预期, 降低到政策“不鼓励的, 都是限制”的预期。**不过总体上我们认为在市场下跌以后, 投资者不必对于

当前的行情调整过于悲观。从外部环境看, 经济快速增长、政策并未过分紧缩、企业盈利增长趋势明显、流动性仍相对宽松这些基本的支撑因素并没有改变。从市场估值看, 虽然一些小盘股、题材股以及新股泡沫较大, 但是, 占市值比例更大的中大盘蓝筹股估值仍处于合理的区间, 也就决定了震荡的性质不是系统性调整而是结构性分化, 导致投资风格更加平衡, 只不过投资需要忍耐短期的低期望值。我们需要用更精准的眼光去选择来年的投资标的。

长信基金——回避不确定性

四季度信贷收紧、明年加强对信贷管理、中央明确要遏制房价过快上涨、中央明确人民币汇率稳定、美国数据超预期导致联储退出预期越来越强等诸多因素引发了市场投资者的担忧。这一连串的事实表明, 在 2010 年投资者还是要多一份谨慎, 注意规避各种不确定所带来的风险。目前经济面虽然还是向好, 但是由于货币的收紧会自然导致一波资产价格的调整, 所以跟着市场节奏是比较稳妥的方式, 不宜过于冒险。在没有找到新的经济增长点之前, 是让房地产价格继续上涨以换取经济增长动力, 还是冒经济可能二次探底的风险进行宏观调控, 是摆在管理层面前的一道难题。当然, 还有一种可能性, 就是企业自身的扩张也能在一定程度上实现经济的持续增长, 进而使资产价格企稳, 但前提是 2009 年整年先导性行业的拉动足够强, 或者出现新增需求和新技术革命。目前来看, **中国正处于从复苏到扩张的门槛上, 后续如何还很难下结论, 所以应该回避这种不确定性。**规避不确定性所带来的风险只是阶段性策略, 明确的经济增长和企业盈利增长是能够推动市场上涨的。如果等明年开春以后发现企业的生产活动加剧、盈利超预期增长、资本开支增加和存货水平上升等情况, 则可进一步佐证经济走向扩张。那时候虽然可能会招来宽松货币政策的真正退出, 但是由于之前预期比较充分, 真正退出时应该会出现投资机会。此外, **如果全球经济再出现一些波折和反复, 导致以美联储为首的央行实质上推后宽松政策的退出, 国内也实质上维持宽松货币, 信贷再次放量, 则市场又可以看好。**

诺安基金——2010 年将围绕一条防守主线和三条进攻主线展开

2010 年 A 股市场将呈现整固走势, 在投资策略上, 将围绕一条防守主线和三条进攻主线展开。2010 年宏观经济和政策面临着五大不确定性: 一是固定资产投资增速低于预期的可能性, 二是消费能否持续超预期, 三是出口重回增长的幅度和净出口的贡献有多大, 四是货币供给和政策调控, 五是大宗商品价格会否不仅仅因美元因素而上涨。2010 年 A 股整体盈利增速在 29% 左右, 比 2009 年多出 3 个百分点, 上市公司盈利可能创历史新高, 上市公司净资产收益率将继续回升。在市场估值方面, A 股整体估值水平合理, 但从估值结构上来看, 存在结构性泡沫, 小盘股估值指标达到阶段性高位, 存在风格转换机会。在市场流动性和扩容方面, 2010 年资金活期化的趋势明显, 限售股解禁量同比下降 46.7%, 预计明年股市融资需求为 9000 亿左右, 而实际的融资规模估计在 5000 亿左右。对于 2010 年市场走势, 由于宏观经济和政策面存在诸多不确定性因素, 一旦“超预期”, 或会引发市场的大幅震荡波动; 同时, 2010 年确定性好转的大概率性因素, 会对 A 股市场形成有底部的支撑。总体而言, 市场呈现整固的走势。**2010 年的投资策略将围绕一条防守主线和三条进攻主线展开。防守主线瞄准“成长性确定”, 相对应**

的防守重点行业为金融、食品饮料、铁路建设及水电；三条进攻主线锁定“资源性行业”、“民间投资加速”和“低碳经济及出口回升”，相对应的进攻重点行业则为有色金属、煤炭、化工、科技等。

友邦华泰——看好消费内需、增速较快的周期性行业及新兴产业

与 09 年不同,2010 年系统性和趋势性投资机会可能不足,相反,每次政策风险释放后可能产生较好的投资机会,组合构建上,我们将遵循政策支持主题下的长期投资方向(包括新区域和新产业)、以及周期性行业在经济恢复阶段盈利增长带来的业绩驱动机会,不断挖掘低估值股票□

友邦华泰积极成长基金经理：比较看好的行业主要集中在以下 3 个方面，首先，是消费内需主题的，例如汽车、家电、商业零售、医药、食品等；其次，是以盈利增速较快的周期性行业，如钢铁、煤炭、地产；最后，是新兴产业，如新能源、低碳经济产业。

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。