

每周基金视野:

关注资金供求失衡对估值的压制,“弃大从小”也合理

基金研究员

冶小梅

(0755) 8249 3609

yexm@lhqz.com

下跌已在一定程度上反映了对宏观调控的预期

我们看到市场对贷款的收缩预期强烈,但1月份可能最终的信贷仍然会和去年同期相近,贷款并未完全停止;如果央行真的采取加息的措施,也可以说明管理层对于目前经济复苏强劲的姿态有足够的信心(汇丰晋信)。上半年先紧一点也是为将来的政策留下操作空间,政策属于一个内生变量,经济好才会有政策的调控,以避免过热,而一旦经济增速下降较猛,政策又会放松(诺德)。在紧锣密鼓的推进金融创新的背景下,调高印花税的概率微乎其微(光大保德信)。政府决策层在选择加息这一调控手段时可能会更加注重对通胀及升值两方面影响的权衡(天治)。货币政策将回归正常化,汇率刚性和信贷增速惯性导致难以过早加息(富国)。无论是存款准备金率的提高还是信贷的管理,都意在管理预期的投石问路之举,并没有全面提升社会资金成本。只有当社会信心牢固之后,政策才有可能主动持续促进社会资金成本进入上升周期。中国正在走过30年重工业化的高积累阶段,城乡和谐发展正在推动中国步入主动城市化阶段,主导着中国经济社会变迁。高速铁路、智能电网、新能源革命、信息革命正在渗透中国经济的每一个领域。2010年对于过热或二次探底不必过多担忧(广发基金)。近期市场的连续调整已经在一定程度上反映了加大宏观调控的预期,在下跌过程中也无需过于悲观(汇添富)。市场将在二月迎来超跌反弹,但预计高度有限(中海)。

警惕调控加码,关注资金供求失衡压制估值水平

随着2月份数据进一步加强、通胀率进一步快速上行,调控是需要加码的。我们判断升值是更好的政策,但由于其调控实体经济和通胀预期效果更慢,因此何时会用存在较大不确定性。我们认同市场将继续震荡的观点,因为市场对于政策的预期还不充分(华安)。预计今年通胀情况可能超出预期,调控也可能超预期(国泰)。我们预计央行的适当微调可能会延续到春节前(光大保德信)。货币政策预期收紧或实际收紧对资本市场带来的负面因素影响在时间上要提前,幅度上会扩大,所以要警惕价格通胀的逐步形成(银河基金)。加息抑或是窗口指导,他们都代表着货币政策的实质转向已经开始。政策紧缩直接缩减资本市场流动性,而且引发投资者对经济走势的担忧;另外,房地产销售数据在接下来继续下滑的可能性较大,并带动地产投资和新开工的下滑,这有可能会加重市场的担忧(银华)。中国有可能先于全球进入一个新的加息周期,指数总体的估值水平受到压制(博时)。目前基金整体仓位偏高,从去年以来也没有出现07年那种投资者热情申购基金的状况,相反,全流通后市场的供给增加很多,新股发行和再融资的规模也较大(鹏华/富国)。再融资压力的本质还是从产业资本的视角部分股票估值过高,当股票不再稀缺的时候,稀缺的就是资产,A股的估值体系进入一个重构的时代(银河基金)。市场的主要参与机构,由于多种原因,也需要考察组合的短期表现,一旦市场出现变动,就可能会抛售,在一定程度上应该说是做击鼓传花的博弈。机构尚且如此,更何况散户(易方达)。一旦民主党和奥巴马由于选举失利,不能在国会顺利推行其政策刺激计划,美国经济增长率存在整体下调的危险(泰达荷银)。全球风险偏好已在高位盘整2个月,我们担心奥巴马政府推出的银行改革方案很可能会成为全球风险偏好中期下降的重要推手,如果这与中国经济降温同步发生,将会对A股市场造成较大的压力(申万巴黎)。股指

期货和融资融券带来的做空机制是要压低市场的整体估值，无论是宏观面、资金面还是技术面，都是利空盖顶，调整势不可挡（东吴）。政策不确定性已经对市场情绪形成负面影响，市场难以向上突破（农银汇理）。对近期的不确定因素要敬畏，会适当的顺应趋势去调整仓位（华商）。维持适中的股票仓位（大成）。我们以防御角度面对近期市场（中邮）。

“弃大从小”有合理性，消费主题（如科技股）是长期看点

若预期市场流动性趋势往下，并且承认短期内股价上涨是资金推动，那么当前市场的合理选择就是“弃大从小”，聪明资金选择的方向就是估值具有弹性的行业与股票，TMT 成为市场热点似乎不难理解。当然，成长的故事讲过了头，价值的主题便会重新回到市场聪明资金的视野之中。只要流动性被收缩只是量变而非质变，2010 年经济增长就有望达到 9% 左右的水准，以大市值蓝筹股为代表价值的故事也会至少有一次机会成为市场的阶段性主题（交银施罗德）。在宏观政策收缩到一定程度后，通胀的风险被控制、政策趋于再宽松、资产价格处于相对低位，可以着重考虑战略性增持大盘蓝筹股的机会（南方）。近期市场可能更强调估值因素（银华）。未来应关注估值有优势的大盘蓝筹股，安全边际很重要。密切关注房地产股的调整是否到位（大成）。投资房地产股是需要谨慎的事情（华商）。短期从风险控制角度出发可适当降低对宏观调控较敏感的周期性行业的配置比重，对医药、食品饮料、TMT 等稳定类行业则可保持相对较高配置比例（汇添富）。市场存在加息预期，短期内资金还会持续从周期类行业流出，银行、保险等大盘蓝筹股的关注度逐渐提高（诺安）。最新经济数据显示的固定资产投资增速下降和 CPI 增速超预期，带来市场对投资品需求减弱和流动性政策收缩的预期，金融、有色、钢铁等大盘蓝筹股难有表现机会（浦银安盛）。鉴于银行股前期跌幅较大，又属于市场的估值洼地，因此关注；在大的经济衰退期之后，科技类板块是最容易寻找新增长点的板块，长期关注（工银瑞信）。大盘蓝筹股并不存在泡沫，许多股价都低于港股（鹏华）。看好估值水平低的银行，关注近期表现落后的建材和机械设备行业补涨带来的机会（建信）。增加低估值蓝筹的配置，调结构的受益标的下跌带来更好的买点（中海）。可继续关注经济扩张受益行业如航空航运、化工、必需消费品等，重大区域性主题以及前期超跌有望反弹行业如银行和煤炭（国投瑞银）。2010 年更多的机会是来自业绩改善，有所改善并有持续性的行业为银行、医药、零售、煤炭、机械等相对估值不高的行业（华安）。目前仍然应关注结构性的投资机会，继续保持消费类及新兴产业相关的行业增长信心（汇丰晋信）。市场的机会将集中于受政策推出影响最小的行业，消费主题更符合这一特征；目前我们比较看好航空行业的整体复苏（国泰）。汇率的变化比较复杂，但也有一个大的趋势，传统的受益行业是航空（博时）。

目 录

博时基金——2010 年关注利率和汇率变化	4
易方达基金——短期的前瞻其实是浮躁	4
南方基金——待政策收缩到一定程度, 考虑战略增持大蓝筹	4
广发基金——2010 年对于过热或二次探底不必过多担忧	5
交银施罗德——流动性宽松的格局是量变还是质变?	5
汇添富——无需过于悲观, 确定性高成长的个股考虑逢低买入	6
大成基金——短期没有可以支撑市场向好的刺激因素	6
银华基金——更关注受紧缩政策影响小的板块, 强调估值	7
富国基金——汇率刚性和信贷增速惯性导致难以过早加息	7
鹏华基金——大蓝筹不存在泡沫, 许多股价已经低于港股	7
工银瑞信——长期关注科技类板块	8
海富通——仍需关注经济数据和政策调控的节奏	8
华安基金——市场对于政策的预期看来还不充分	9
浦银安盛——小盘股下跌、大盘股不涨、指数震荡	9
汇丰晋信——继续保持对消费类及新兴产业增长的信心	9
国泰基金——重视内需消费性行业的机会	10
国海富兰克林——流动性压力较大地压制了市场信心	10
华宝兴业——在一定安全边际下出手捕捉区域投资机会	10
诺安基金——周期类股票仍然承受压力, 大蓝筹有望阶段性走强	11
中邮创业——后市应控制仓位, 以防御角度面对近期市场	11
建信基金——关注近期表现落后的建材和机械设备补涨机会	11
光大保德信——推进金融创新背景下, 调高印花税的概率微小	12
国投瑞银——继续关注航运、化工、必需消费品和区域主题	12
泰达荷银——警惕可能导致美国经济整体下调的政治危险	12
上投摩根——在经济数据与调控政策博弈中继续寻找机会	13
友邦华泰——热点将慢慢转向估值低且有业绩支撑的大蓝筹	13
中海基金——市场可能在二月迎来超跌反弹, 增配低估值蓝筹	13
农银汇理——在政策预期强化阶段, 市场难以向上突破	13
银河基金——股票不再稀缺, 估值体系将进入重构时代	14
申万巴黎——担心美银行新政会成为全球风险偏好下降的推手	14
东吴基金——调整势不可挡, 估值较低的品种可关注	14
天治基金——升值和就业压力的存在, 近期加息可能性较小	15
华商基金——近期应顺应趋势调整仓位	15
益民基金——市场需要一定的时间来消化紧缩预期	16
诺德基金——上半年先紧些, 是为将来的政策留下操作空间	16
金元比联——没有更多利好刺激下, 市场做多意愿较为平淡	17
民生加银——调控将更有针对性, 市场负面预期也将相应减轻	17

博时基金——2010 年关注利率和汇率变化

博时平衡配置基金经理：2010 年可能要考虑两种价格的变化。一是利率的变化，中国有可能先于全球进入一个新的加息周期。在加息周期中，指数总体的估值水平受到压制，但也会有受益于利率上升的行业，传统上是保险行业。二是汇率的变化，汇率的变化比较复杂，但也有一个大的趋势。同样也会有受益的行业，传统的受益行业是航空。当然对具体投资的公司，还需具体分析实际的基本面情况。2010 年全球的一个主要不确定性是债务问题。目前希腊、英国、爱尔兰、西班牙和冰岛已经出现债务问题。导致最近一段时间美元升值，大宗商品和黄金下跌。著名的经济学教授鲁比尼首次指出美国和日本可能是下一批出问题的国家。时间在 2010 年 11 月民主党中期选举。鲁比尼预测，如果美国把“通胀税”当成解脱公债负担（令债务实际贬值）的捷径，美元在乱中崩盘的风险就会大增。不论是通胀还是贬值，美元走软都意味着外国债权人手中美元资产的实际价值急剧缩水，他们不会坐视不管。一旦大家开始争先恐后地逃离美元，美元就会大幅跳水，长期国债利率可能会大幅上扬，随之而来的将可能是经济的二次探底。

易方达基金——短期的前瞻其实是浮躁

易方达策略成长基金经理：去年底预期的跨年度上涨行情落空了，市场也没有因为股指期货即将推出而出现风格转换，反而是区域概念、世博会、三网融合等为代表的概念股仍旧大幅度走强，与传统产业大盘蓝筹之间的估值差异继续拉大。是市场的投资逻辑发生了根本变化，抛弃了以基本面为基础的投资方式？存在即合理吗？这么高深的问题我们是讨论不清楚的，但最近一段时期，特别是 08 年全球金融危机爆发之后，A 股市场的前瞻性逻辑是非常强的，简单来说，不仅不跟随美股、港股、国际大宗商品的短期走势，而且还在全球刺激政策推行之初大幅反弹，现在又在政策退出之前率先调整。大势难以趋势性向上，而一季度市场流动性也还充裕，各种与实体经济相关度低的概念板块开始大行其道。以我之见，说市场前瞻也好，波动大也罢，还是因为投资人对持有的股票资产缺乏长期的价值判断。市场的主要参与机构，由于多种原因，也需要考察组合的短期表现，因此一旦市场出现变动（这里指的不是企业基本面，而是诸如政策退出之类的间接因素），就可能会抛售。这可能算不上是追求与企业的市值共成长的价值投资，也难以定义为宏观驱动的自上而下，在一定程度上应该说是做击鼓传花的博弈。机构尚且如此，更何况个人投资者。政策调控有其两面性，出于压制通胀与过热的势头，短期内退出刺激政策无疑是合理的，但目标也是为了长期的稳定增长。只要政策出台的节奏得当，我们依然看好今明两年企业盈利的增长水平。

南方基金——待政策收缩到一定程度，考虑战略增持大蓝筹

12 月份 CPI 同比增长 1.9%，PPI 同比增长 1.7%，略高于市场一致预期，但是通胀风险并未失控。为了应对通胀预期抬头，央行已于近期采取了上调超额存款准备金率、央票利率等收紧政策，提早加息的可能性也在上升。这些完全符合我们年度策略报告的观点，即政策退出是 2010 年的政策主线，退出时间和力度可能会大大超出市场预期。全年的股市在政策退出和经济增长之间寻求平衡，形成震

荡上行的“慢牛”形态。短期来看,在政策收紧预期下,市场仍会维持弱势调整,但是由于低估值的大盘蓝筹股的“稳定器”作用,市场深幅下跌的可能性不大。在宏观政策收缩到一定程度后,通胀的风险被控制、政策趋于再宽松、资产价格处于相对低位,可以着重考虑战略性增持大盘蓝筹股的机会。因此,上半年的走势可能不是之前市场一致预期的一季度冲高、二季度回落,极有可能反过来。

广发基金——2010 年对于过热或二次探底不必过多担忧

无论是存款准备金率的提高还是信贷的管理,都是意在管理预期的投石问路之举,并没有全面提升社会资金成本。只有当社会信心牢固之后,政策才有可能主动持续促进社会资金成本进入上升周期。

房地产问题的核心并不是房价,而是如何推进保障民生的保障性住房和普通商品房的建设。我们预期政策环境虽然不利于房地产价格,但将致力于促进房地产建设和居住市场的活跃。中国正在走过 30 年重工业化的高积累阶段,城乡和谐发展正在推动中国步入主动城市化阶段,主导着中国经济社会变迁。高速铁路、智能电网、新能源革命、信息革命正在渗透中国经济的每一个领域。2010 年对于过热或二次探底不必过多担忧。

交银施罗德——流动性宽松的格局是量变还是质变？

市场的分歧可能在于:2009 年以来金融市场流动性宽松的格局是量变还是质变?经济增长从 2009 年三季度开始加速,可能到 2010 年一季度达到增长高点之后回落幅度有多大?有没有二次探底的风险?在这样的宏观背景下,市场合理的选择是什么?证券市场最大的风险同时也是最大的魅力在于不确定性。“投资是一门艺术而不是科学”这句话所折射出来的合理内核之一在于:市场的投资理念与股票价值判断标准会根据市场环境的变化而变化。就当前中国 A 股市场而言,在人民币还没有自由兑换、资本在境内外还不能自由流动的前提下,尽管已经实现了全流通,但现阶段中国上市公司股票的控股权价值还得不到应有的体现。除大股东以外的几乎所有投资者都在扮演财务投资者角色,换句话说,市场上充斥着大量的趋势投资者,绝大多数投资者更关注是股价的短期波动而非所谓的“公司内在价值”。这样的结果就是中国 A 股市场股票价值判断标准会在不同的市场环境中发生变化,这恐怕也是市场风格切换与主题投资兴起的重要原因所在。如果预期市场流动性趋势往下走是确定的,并且承认短期内股价上涨的重要因素是资金推动,那么当前市场的合理选择之一就是“弃大从小”,聪明资金选择的方向就是估值具有弹性的行业与股票。当行业盈利向上趋势、外部政策扶持刺激等基本条件具备后,业绩向上增长幅度的不确定性与估值具有的弹性特征会使得这些股票的股价具有上升的想象空间,如果具备这些基本特征股票的股价阶段性涨幅不大时,便会成为市场聪明资金阶段性选择的投资标的。这可能是市场选择这一类不确定性作为市场投资机会的逻辑所在。从这个角度讲,TMT 等行业股票成为市场热点选择似乎不难理解。反之,当煤价等商品价格阶段性上涨但还不能形成中长期上涨的市场预期时,尽管估值并不太贵,但煤炭等周期性行业中的大市值股票便会受到估值缺乏弹性的约束,会被市场阶段性抛弃。当然,并不是所有的确定性都会被市场抛弃,如果业绩增长的趋势被市场预期是长期确定的,这样的确定性同

样会被市场青睐成为市场投资机会，例如医药与食品饮料行业等。只不过，由于业绩增长的趋势被市场所预期是长期确定的，医药与食品饮料等行业龙头公司的股价向下弹性不足，阶段性向上的空间也就不会太大。毫无疑问，公司业绩与业绩变化趋势是股票价值判断的重要标准之一，价值与成长是股票投资的两大永恒主题。相对于价值而言，成长的故事似乎更能吸引投资人眼球。只不过，行业与公司业绩成长的“虚”与“实”、确定性与不确定性会被市场特别是中国 A 股市场的聪明资金辩证地看待与选择。于是，我们便会看到现阶段市场上不同行业与市值股票估值水平在历史估值水平范围区间的不同分布。然而，任何事情的发展都会有一个度的范围，成长的故事讲过了头，价值的主题便会重新回到市场聪明资金的视野之中。就 2010 年 A 股市场而言，年初开篇市场讲的就是成长的故事，很热闹也很精彩。但也可以预期，只要流动性被收缩只是量变而非质变，2010 年经济增长就有望达到 9% 左右的水平，以大市值蓝筹股为代表价值的故事也会至少有一次机会成为市场的阶段性主题。如何顺应趋势与把握好市场风格转换的节奏，可能是 2010 年基金投资成功的关键所在。

汇添富——无需过于悲观，确定性高成长的个股考虑逢低买入

从近期政策走向和市场格局看，我们认为在出口复苏、CPI 快速反弹的背景下，国家加大对投资和信贷的收缩力度的趋势已经非常明显，这会对相应的行业产生负面影响。但近期市场的连续调整已经在一定程度上反映了加大宏观调控的预期，考虑到宏观经济仍处于向上的周期中，企业利润保持较快增长（25% - 30%）的预期没有改变，管理层提前加大调控力度的结果更可能是宏观经济“软着陆”而非“硬着陆”，因此我们认为在下跌过程中也无需过于悲观，从中期看市场总体仍将保持震荡格局。在行业配置上，短期从风险控制角度出发可适当降低对宏观调控较敏感的周期性行业的配置比重，对医药、食品饮料、TMT 等稳定类行业则可保持相对较高配置比例。同时，经过连续调整后，中小市值个股有可能出现普跌现象，这是调仓换股的较好时机，对于一些基本面良好、有能力保持确定性高成长的个股可以考虑逢低买入。

大成基金——短期没有可以支撑市场向好的刺激因素

大成蓝筹稳健：本基金的调整虽尚未完成，但净值调整即将进入尾声，有望摆脱大势调整带来的巨大影响。于政策面仍处于紧缩期，市场估值基本没有提升空间，而企业利润下一步如何变化将是影响股价的主要驱动力。因此本基金将继续回避那些高估值而业绩无法持续成长的股票，同时密切关注房地产股的调整是否到位。

大成精选增值：本周本基金在操作上降低了部分股票仓位，规避了部分损失，但是由于周期性行业配置比较高，因此在净值上跌幅较大。本周市场持续震荡的可能性较大，虽然我们对中国经济的中长期走势依然乐观，但是政府密集出台的调控政策直指银行信贷控制，对未来的流动性和估值都有负面影响，未来我们会密切关注宏观调控政策对实体经济的具体影响，在流动性和企业盈利担忧消除之前，市场上涨缺乏动力，因此操作上计划维持适中的股票仓位，积极寻找优质个股带来的自下而上的投资机会。

大成积极成长/策略回报：国内 A 股行业出于普跌的跌局面，金融股由于前期表现

弱估值低而出现抗跌性。相反信息设备及电子等出现较大跌幅。预期的风格转换在金融股的相对强势下出现。由于目前银行控制信贷, 市场对加息的预期增强, 流动性压力仍将抑制市场的大幅上扬。其中估值偏高的小股票的回调压力增大。

基金景宏: 本周三市场大跌扭转了微弱的反弹趋势, 市场看空气氛浓厚, 近期政府调控政策纷纷出台, 央行的紧缩都传递出明确的信号, 而市场小股票估值水平偏高, 大股票缺乏流动性推动, 使得市场向下几乎成了唯一选择。密切关注宏观经济以及政策动向, 未来应关注估值有优势的大盘蓝筹股, 安全边际很重要。成长性公司被错杀的也会有机会。

大成优选: 短期来看市场最大的风险在于没有可以支撑市场向好的刺激因素, 尽管经济向好是持续的, 市场在这种背景下很难有向上趋势。

银华基金——更关注受紧缩政策影响小的板块, 强调估值

随着 09 年宏观经济数据的公布, 投资者更加明确的认识到, 近期经济基本面过于强劲, 出现了过热的苗头; 同时, 通胀的上升速度快于市场的预期, 即使剔除季节因素, 通胀的加速依然值得投资者警惕。在这一背景下, 货币政策的提前紧缩在理论上显得非常必要。投资者普遍预期, 加息的时点可能在二季度。在我们看来, 加息还是窗口指导, 只是手段上的不同, 他们都代表着货币政策的实质转向已经开始。在这一阶段, 政策紧缩从两个方面对市场造成负面影响: 第一, 直接缩减资本市场流动性; 第二, 引发投资者对经济走势的担忧。由于房地产销售数据在接下来的一段时间, 继续下滑的可能性较大, 并带动地产投资和新开工的下滑, 这些情况有可能会加重市场的担忧。这将在较长一段时间对股市构成压力。随着此次政策紧缩的提前推进, 投资者更为关注受宏观经济政策影响较小的板块。同时, 近期市场可能更加强调估值因素, 前期受到炒作的概念性股票, 缺乏业绩支持的, 可能面临较大的抛压。

富国基金——汇率刚性和信贷增速惯性导致难以过早加息

预期国内宏观政策实现正常化, 并从保增长向调结构转向。发生结构性变化的财政政策仍将继续拉动投资和消费。货币政策将回归正常化, 汇率刚性和信贷增速惯性导致难以过早加息。流动性方面, 信贷和货币供给增速回落将削弱市场流动性的充裕程度, 但正常化的信贷创造、国际资本再现流入、出口好转导致外汇收入继续增加和存款活期化等仍将对总体流动性提供较好的支撑。2010 年主板市场开始进入全流通状态, IPO、再融资等都将带来供给的增加, 将会对市场的流动性产生吸收作用。

鹏华基金——大蓝筹不存在泡沫, 许多股价已经低于港股

鹏华价值基金经理: 我们对今年的市场谨慎乐观, 我们认为经过去年的大幅上涨之后, 希望今年仍能像去年一样取得很大的市场涨幅是比较困难的, 投资者应该适度降低收益预期。首先是上涨之后整体市场的估值水平已经不算便宜, 部分中小盘个股和新股存在较为明显的泡沫, 缺乏进一步大幅上涨的动力; 其次, 随着积极财政政策和适度宽松货币政策的实施, 经济回升速度较快, 短期内存在通胀

和资产泡沫的压力, 因此政策调整的压力还是存在的, 流动性可能不会像去年那么宽松; 再者, 从资金面来看, 目前基金整体仓位偏高, 从去年以来也没有出现 07 年那种投资者热情申购基金的状况, 相反, 全流通后市场的供给增加很多, 新股发行和再融资的规模也比较大。当然, 我们对市场也并不悲观, 这主要是因为目前经济回升的势头比较强劲, 基本面对市场形成了较强的支撑; 从流动性看, 尽管不如去年, 但相对还是比较宽松的; 从估值看, 大盘蓝筹股并不存在什么泡沫, 许多股票价格都低于港股价格, 应该说, 市场投资机会还是比较多的。

工银瑞信——长期关注科技类板块

股市应该是宏观经济的晴雨表, 我们认为在宏观经济 V 型复苏并且前景依然看好的大环境下, 股市的背离不应该成为常态, 市场之所以下跌应该是紧张情绪集中表现的结果, 但在经济环境向好的趋势下, 这种紧张其实大可不必。大金融主要受到银行股的带动走强, 由于受益于不对称加息的预期, 银行上周末受到了市场的强烈追捧, 虽然本周加息预期落空, 但鉴于银行股前期跌幅较大, 又属于市场的估值洼地, 因此建议关注。而信息技术在连续两周独占鳌头之后, 上周出现回调, 但我们认为在大的经济衰退期之后, 科技类板块是最容易寻找新增长点的板块, 因此建议长期关注。再有上周推出了股指期货和融资融券的实施细则, 可能将给部分优质券商股带来实质支撑, 也建议关注。

海富通——仍需关注经济数据和政策调控的节奏

在经济复苏态势进一步确立的前提下, 市场下跌空间有限。但仍需关注经济数据和政策调控的节奏。

移动增值服务行业面临重大政策风险: 为持续打击手机传播淫秽色情内容, 中国移动继 09 年 11 月暂停 WAP 合作业务计费后, 近期又连续出台若干针对 SP 业务的管理措施, 主要包括: “移动加大对终端等渠道业务推广不规范的问题拨测力度, 加强业务管理及渠道整改”、“SP 点播/订购指令与代码必须采用精确匹配方式”等。举例说, 规定“严禁出现用户一次点击, 软件或客户端等模拟用户多次点播扣费”, 由于单次点播的业务资费通常在每条 1 元或者 2 元, 以往例如有单次点播收费 6 元的业务, 用户只要确认一次, 后续几条是自动完成的, 不需要用户多次回复确认, 按照新的规定, 例如 6 元的业务, 用户必须回复确认 6 次, 会极大的影响 ARPU 值。而 WAP 暂停计费措施从 09 年 12 月开始实施, 由于预期在两会、315 及 517 等政策敏感期间, WAP 业务重新开始计费应该不会开启, 该影响预计还会延续半年以上的时间, 甚至后续还能否再次开放也成问题。总体上看, 本次出台的措施将对绝大多数 SP 业务构成实质重大影响, 行业性风险增大。2010 年上半年 SP 行业将经历一场类似 2006 年“移动 11 条军规”般的洗牌。虽然在 3G 用户快速增长、智能手机普及率提升、手机上网资费下调等诸多行业性利好因素的影响下, 移动互联网行业的前景值得期待, 但原有 SP 模式将在本次以“打击手机传播色情内容”为源头的政策洗礼下, 将再次经历一场空前的考验。而运营商大力推动的新型移动增值服务例如“支付、阅读、视频、音乐全曲下载、游戏”等业务的收入规模的提升还需时日; 且在这些新型业务中, SP 分成比例只有 40%-50%, 同时例如视频业务还有手机视频牌照方等多方主体

参与分成, 给 SP 短期能带来的收入还甚微。未来现有 SP 能否以新的盈的模式、拓展新的出路, 还道路艰辛。

华安基金——市场对于政策的预期看来还不充分

2010 年上市公司的业绩应不会脱离市场预期的判断, 同时, 从估值的区间来看, 2010 年的估值处在较为合理的位置。目前市场的总体 PE 在 27 倍左右, 沪深 300 的 PE 更低, 在 21 倍左右。今年 A 股向上的机会大, 但不会以单边上涨的方式体现。预计, 今年将会是一个大趋势向上的震荡市。个股深度研究的价值将决定 2010 年的超额收益。2010 年更多的机会是来自业绩改善, 有所改善并有持续性的行业为银行、医药、零售、煤炭、机械等相对估值不高的行业。

从国外情况下, 美国经济四季度仍有望获得 5% 左右的环比折年率 GDP 增速, 但其经济增速持续回升缺乏力道的状况也很明显。我们认为, 由于美国资产负债表重整导致的信贷紧缩、由于无就业复苏模式的重演、由于财政压力需要缓解等, 会导致回升过程为冲高回落。但是由于欧洲的情况更为困难, 我们仍然认为美元是一个中期走强的趋势。

2 月份随着数据进一步加强、通胀率进一步快速上行, 调控是需要加码的。当然, 我们判断升值是更好的政策, 但由于其调控实体经济和通胀预期效果更慢, 因此何时会用存在较大不确定性。由此, 我们认同市场将继续震荡的观点, 因为市场对于政策的预期看来还不充分。

浦银安盛——小盘股下跌、大盘股不涨、指数震荡

由于电子科技类股票大幅下跌, 而银行为主的大盘蓝筹股弱势走强, 本周市场的大小盘风格终于有所改变, 大盘股指数跌幅小于小盘股指数, 这再度引发了市场对大小盘风格转换的预期。但就如我们一直所强调的, 市场并没有大小盘风格必须转换的强行规定, 每次在形式上表现出来的大小盘风格转换, 在本质上都是行业 and 主题的风格转换。以“小盘股跌了”的市场表现来理解上周的市场, 并以“小盘股跌了, 所以大盘股要涨了”的逻辑来预测后期的市场, 都是没有抓住市场本质、依循固有思维框架的分析方式。如果从行业 and 主题的角度来理解和预测市场, 我们的认识是, 创业板、科技股等大幅下跌, 显示主题性炒作无以为继; 最新经济数据显示的固定资产投资增速下降和 CPI 增速超预期, 带来市场对投资品需求减弱和流动性政策收缩的预期, 在此预期日趋强烈的背景下, 金融、有色、钢铁等大盘蓝筹股难有表现机会; 而在消费和出口数据向好的宏观经济背景以及指数及大盘蓝筹股估值合理的市场背景下, 投资者也缺乏大幅减仓做空的充足理由, 这也就意味着后期市场的风格表现将是小盘股下跌、大盘股不涨、指数震荡。

汇丰晋信——继续保持对消费类及新兴产业增长的信心

27 日沪深二市继续下挫, 截至收盘, 沪市跌破 3000 点大关。市场本次调整的原因主要有 2 点: 1) 自本月 19 日传闻各主要商业银行收到口头通知, 被要求全面停止 1 月份剩余时间新增贷款导致市场预期流动性会受到影响。虽然我们看到市场对贷款的收缩预期强烈, 但从近日的信贷数据看, 1 月份很可能最终的信贷仍

然会和去年同期相近(最新的信贷数据据说是 1.45 万亿),贷款并未完全停止。2) 传闻央行为遏制过快的通胀预期,可能会决定于近期采取进一步紧缩政策,不排除动用加息。我们认为,如果央行真的采取加息的措施,虽然市场会因为担心刺激政策的退出和调控措施的出台而出现短期的震荡,但从另外一个侧面也可以说明管理层对于目前经济复苏强劲的态势有足够的信心。我们仍然维持政府出台的调控措施目的是调结构为主的判断,对消费扶持和新能源鼓励政策仍然相当明确。因此,我们持续认为目前仍然应关注结构性的投资机会,继续保持消费类及新兴产业相关的行业增长信心。

国泰基金——重视内需消费性行业的机会

央票利率上调和存款准备金率提高将成为今年政策推出的前奏,预计今年通胀情况可能超出预期,政策力度也可能超出市场预期。因此,对今年市场前景的判断更偏谨慎。谨慎不代表市场没有机会,今年由于政策推出力度可能超出预期,市场的机会将集中于受政策推出影响最小的行业,消费主题更符合这一特征。

国泰估值优势可分离交易股票基金拟任基金经理:我们特别重视内需消费性行业的机会,总体来说,消费类的股票会受益于通胀,但对板块的主题热点参与的不多,不会刻意去炒作板块概念,比如,我们也买过一些现在所谓的世博概念,但是我们买它并不是因为世博。目前我们比较看好航空行业的整体复苏,因为航空业的供需发生了逆转,这是这个行业发生机会的根本性原因。经过 2008、2009 年这种行业性的衰退后,油价高涨、包括短程交通的冲击,资产负债率增高,行业盈利率大幅下滑,但在消费升级的驱动下,航空的需求的增长是一个必然的趋势,行业盈利也将受益提升。经过 09 年 12 月份,包括今年一季度,出口都会比较好,但是到了三、四季度可能情况就不一样了,可能那个时候人民币会开始升值,境外对我们的贸易保护会加剧,国内的通胀也可能起来,通胀一上来成本压力就增大,那么很多公司又会发生较大分化。2010 年继续通过政策刺激出口的空间变小,出口的贸易条件会趋紧,外需的话,在美国没有找到新的经济增长点之前,它的潜在增长率会系统性的下降。那出口这块从大的行业来说,不会特别好,但肯定会比 09 年好。股指期货的推出对投资模式和投资方法都有本质的改变,长期而言,股指期货并不会影响估值,但是在短期内对市场 and 投资者行为会产生很大的影响,我们基本的判断是,市场对大盘蓝筹股的投资关注度会提高,因为大盘蓝筹股占股指期货的权重比较大,对指数影响会大一些,因此市场会提高对大盘蓝筹股现货的需求,会提高其交易量和活跃度。

国海富兰克林——流动性压力较大地压制了市场信心

上周四国家统计局公布了 09 年 12 月份及全年宏观经济数据,总体来看,宏观经济继续向好,但 12 月份的 CPI 同比上涨 1.9%,PPI 由负转正更是强化了市场的通胀预期;另外上周又有 8 只新股发行,其中包括两只大盘股,可以预期 2010 年融资规模较 2009 年将可能有增无减,流动性压力较大地压制了市场信心,从而部分导致本周市场节节走低。

华宝兴业——在一定安全边际下出手捕捉区域投资机会

华宝兴业多策略基金基金：从 2009 年初如火如荼的新能源到 4 万亿投资，国家的产业振兴计划层出不穷，大到诸如上海两个中心、海西、关中—天水、横琴、图们江的区域振兴计划、十大产业振兴方案、宽松信贷政策下资产资源升值；小到物联网、创业板、融资融券、出口复苏、医药基本目录等。2009 年诸多牛股都诞生在主题投资这个温床。**预见性和逻辑判断是把握投资主题投资的利器。**拿最近市场表现非常抢眼的新疆主题来说吧，基金经理如何才能事先预见呢？首先需要考虑的是国家振兴新疆的逻辑起点是什么？振兴新疆的政策下什么类型的公司即将受益？从逻辑角度看无非有三个层次：第一、**资源重新定价**。新疆拥有得天独厚的自然资源，目前发现的矿产有 138 种，探明储量的有 117 种，其中 5 种储量居全国首位，25 种居全国前 5 位，给新疆丰富的自然资源进行市场化定价将是实现新疆富裕的基础；第二、**加大固定资产投资，加快基础设施建设**。新疆资源十分丰富，但铁路运力紧张、物流成本居高不下，始终制约着新疆的快速发展。未来新疆将加大交通基础设施建设力度，构建交通主骨架，加快农村公路建设，完善交通网络，那么基建水泥公司将最能受益于国家投资；第三、**创造就业、国家转移支付和税收优惠**。振兴新疆最重要落实到让新疆人民切实富裕起来、安定生活下来，让新疆的经济腾飞起来，所以新疆的消费股，例如百货、白酒等将最终受益于国家的振兴计划。**主题投资经常看似昙花一现难以把握，但是只要分析清楚这些主题能否持续、相关公司受益程度的弹性，然后进行有预见性、有逻辑层次的投资，在一定安全边际下出手，就能找到主题投资的乐趣。**

诺安基金——周期类股票仍然承受压力，大蓝筹有望阶段性走强

从管理通胀预期的角度来看，市场预期央行有可能提前加息，以杜绝负利率的出现。在加息周期启动的初期阶段，银行、保险等金融行业受益于息差的扩大，煤炭、有色、钢铁和地产等周期类行业则会受到负面影响。**由于市场存在加息预期，短期内资金还会持续从周期类行业流出，银行、保险等大盘蓝筹股的关注度逐渐提高。**展望本周 A 股市场，由于通胀压力和加息预期的影响，市场可能维持弱市震荡格局。**周期类股票仍然承受压力，而大盘蓝筹股有望阶段性走强。另外可继续关注受益于出口强劲复苏的行业公司。**

中邮创业——后市应控制仓位，以防御角度面对近期市场

加息的可能和流动性收紧预期使投资者趋于谨慎，国际市场的疲弱、基金年报历史性的低仓位又增加了投资者的心理负担。股指短期弱势震荡可能性大，沪指有可能试探 3040 前期低点，但银行、地产股在已持续回落后的低估值，封杀了市场大幅下跌的空间。**后市投资者应控制仓位，回避存在补跌可能的高位小市值品种，以防御角度面对近期市场。**

建信基金——关注近期表现落后的建材和机械设备补涨机会

从基本面的角度考虑，国际、国内经济继续复苏，企业盈利持续恢复的趋势正在延续。而流动性未来一段时间将保持平稳，市场供给压力有所增加。政府的政策调控已经开始，力度大于预期。市场估值处于历史均值水平，比较合理，权重板块相对低估。整体而言，我们认为市场将维持震荡走势。**我们长期看好“结构调**

整”受益行业, 包括消费、服务、信息技术等行业, 节能减排、地域经济板块。近期券商股和期货概念股将直接受益于融资融券和股指期货, 看好估值水平低的银行。关注近期表现落后的建材和机械设备行业补涨带来的机会。

光大保德信——推进金融创新背景下, 调高印花税的概率微小

我们认为, 未来央行会“边走边看”, 根据提高央票利率、存款准备金率的效果, 来决定是否加息、何时加息、加多少。不过总体上, 我们预期央行加息的时间节点会由之前预期的下半年提前到上半年, 最快在 3 月份有可能加息。我们认为央行适度紧缩的主要目的是为了防止商业银行在一季度、尤其是一月份抢发信贷, 抢占市场份额, 造成流动性过度泛滥, 是为了把流动性从“过度”宽松的倾向拉回“适度宽松”。而央行的次要目的是为了管理通胀预期。由于之前流动性过于宽松, 加上 11 月份以来的严寒天气, 导致粮油价格迅速上涨, 12 个月 CPI 达到 1.9%, 大幅超出 12 月份市场的一致预期。预期 1 季度末 CPI 将达到 3% 附近, 2 季度末有望达到 4.5%-5% 左右, 因此央行需要现在就放出调控信号。所以我们预计央行的适当微调可能会延续到春节前。而上调印花税的传闻, 我们觉得不需要过虑。在证监会层面还在紧锣密鼓的推进金融创新的背景下, 调高印花税的概率微乎其微。目前的市场估值水平并不支持较大幅度的下跌, 我们认为市场还将是以区间震荡为主基调。

国投瑞银——继续关注航运、化工、必需消费品和区域主题

展望后市, 货币政策适度紧缩虽然在短期内可引发市场剧烈震荡, 但以其中长期防范通胀并保障经济扩张顺利进展而言, 在实质上堪称利好。当前阶段, 投资者可继续关注经济扩张受益行业如: 航空航运、化工、必需消费品(食品饮料、服装)等; 重大区域性主题: 世博会概念、新疆概念、皖江概念等, 以及前期超跌有望反弹行业: 如银行、煤炭等。

泰达荷银——警惕可能导致美国经济整体下调的政治危险

由于市场对政策退出预期增强以及中小市值股票结构性高估所引发的获利回吐等原因所致。在上述国内市场总体情况以及外围市场的影响下, 短期市场恐慌气氛难以从根本上消除, 这将影响 A 股投资者信心, 因此市场缺乏短期快速反弹的动能; 但 2009 年宏观经济数据发布, 国内经济基本面表现强劲, 微观企业盈利增长可期, 这也抑制了市场的下行空间。

政治风险出现的概率虽然极低, 但一旦形成, 则会对美国整体经济复苏形成致命威胁。尤其在当前, 投资者对美国经济复苏的乐观预期在很大程度上是建立在美国政府所表现出的坚决支持政策刺激的基础上, 奥巴马是主要决策人。一旦民主党和奥巴马由于选举失利, 不能在国会顺利推行其政策刺激计划, 美国经济增长率存在整体下调的危险。大宗商品市场在美国经济复苏受阻以及中国的政策收紧预期上升的背景下, 大幅回落。原油是基本面更加薄弱的商品品种, 相对而言, 仍然看好黄金和其他基本金属。

上投摩根——在经济数据与调控政策博弈中继续寻找机会

后市方面, 12 月 CPI 同比增长 1.9%, PPI 由负转正, 同比增长 1.7%, 通胀预期强化。近期股指期货获批、存款准备金率提高等政策密集出台, 货币发行速度高位回落、信贷规模窗口指导都是市场的敏感话题。市场或在经济数据与调控政策出台的博弈中继续寻找机会。

友邦华泰——热点将慢慢转向估值低且有业绩支撑的大蓝筹

友邦华泰积极成长基金经理: 目前政策的因素可能会占据上风, 短期内市场上行空间比较有限, 但反过来讲, 即使市场调整, 下行的空间也不大。做出以上判断, 主要是基于以下原因: 首先, 目前大盘蓝筹股估值比较低, 以银行业为例, 全行业估值在 15 倍左右, 考虑到中国经济增长, 这样的估值水平没有任何泡沫。其次, 从银行收入来看, 现在的息差处于历史低位, 未来随着贷款增长, 二套房利率随风险定价(意味着利率可能上调), 利息收入可能会提高。另外, CPI 转正伴随着的存款活期化, 利息支出将会降低。这一进一出意味着银行利润可能会提高。除此以外, 银行的坏账压力不大(除非政府出台过紧的货币政策)。银行业作为 A 股市场市值最大的行业, 其估值不高, 利润增长, 将发挥市场稳定器的作用。市场整体系统性风险不大。即使后市出现调整, 下跌可能性最大的是前期上涨比较多的中小市值概念股。另外, 股指期货的推出也将助阵大盘蓝筹股, 那些流动性良好、估值相对合理的大盘股相对于其他股票将会溢价上升。尽管如此, 虽然市场系统性风险不大, 但许多中小市值股票(以中证 500 成份股为代表)市盈率偏高, 未来市场的调整可能主要会集中在前期上涨过多、没有太多业绩支撑的中小盘概念股。市场热点将慢慢转向估值合理、有业绩支撑的大盘蓝筹股。

中海基金——市场可能在二月迎来超跌反弹, 增配低估值蓝筹

随着经济数据的超预期, 包括出口, 物价指标等, 引来了政策调控。我们在 10 年策略报告的市场关键词部分, 将物价列为第一关键指标, 因为这是影响决策者进行调控的重要依据。确实, 由于物价的加速上升, 使得政策收紧比预期更早, 这是“防过热”贯彻落实。预计上半年政策仍将收紧, 至于下半年松不松, 将依据下半年的通货膨胀而定。预计 1 季度和 2 季度政策的收紧, 会对投资产生一定的影响; 但城镇化进程的推进将会加快、国家鼓励民间投资的措施会不断出台、国家在“调结构”过程中将鼓励一些行业和一些区域的投资。宏观经济与政策走势是影响股市的重要基本面, 经济强而政策紧对市场的交互作用在目前表现为政策利空影响多, 而在市场超跌后将有望表现为经济利多影响大。市场将在二月迎来超跌反弹, 但对反弹的高度不宜过于希望。二月份的配置需要综合考虑: 1) 板块和个股历史收益风险特征; 2) “调控免疫力”; 3) 当前股价的结构性泡沫。春节季节性特征。市场的下跌过程中表现出的蓝筹股相对抗跌的特征也为投资者启发了投资思路, 随股指期货临近, 建议投资者增加低估值蓝筹的配置。此外, 调结构的受益标的仍有投资机会, 下跌带来更好的买点。

农银汇理——在政策预期强化阶段, 市场难以向上突破

上周国内关于政策紧缩的传闻不断, 政策的不确定性导致了市场的震荡走势; 同时, 美国总统奥巴马周四公布金融监管措施, 限制银行的风险承担, 美国股市应声下跌, 也对国内股市形成了冲击。我们认为, **目前股市对政策的敏感度高, 在政策预期强化阶段, 市场难以向上突破, 政策不确定性已经对市场情绪形成负面影响, 未来市场仍然将维持震荡趋弱的走势。**

银河基金——股票不再稀缺, 估值体系将进入重构时代

尽管市场波动性增大, 但我们认为经济基本面依旧很强劲, 上周四公布的经济数据尽管没有对盘面起到什么促进作用, 但强化经济进一步向好的作用不可忽视。当然, 政策担忧是困扰当前市场的重要因素, 加息、印花税等已经被预期到的不利因素可能还会制约盘面, 市场有望维持震荡走势。

银丰基金经理: 在谨慎的大背景下, 阶段性和结构性积极参与将是主要对策。2010年要关注通货膨胀的逐步加强、警惕企业利润增速的高点区域, 同时规避流动性拐点的出现。而从产业轮动角度, 具体要重点关注的行业是原材料和资源类行业、同时耐心等待非周期类消费品、非周期性服务和公用事业的投资机会到来。**要注意到, 目前的宏观背景是超宽松货币政策刺激下的经济V型复苏, 经济的持续复苏背景要弱于普通经济恢复周期的宏观经济基本面, 因此货币政策预期收紧或实际收紧对资本市场带来的负面因素影响在时间上要提前, 幅度上要扩大。所以要警惕价格通胀的逐步形成, 尤其是较大幅度通胀的确认。再融资压力的本质还是从产业资本的视角部分股票估值过高, 2010年上半年限售股解禁压力不是很大, 但2010年四季度限售股解禁的压力将较大, 整个四季度限售股解禁压力将达到35299亿元。2010年的A股市场, 当股票不再稀缺的时候, 稀缺的就是资产, A股的估值体系将进入一个重构的时代, 投机或许不会消亡, 但是投机的风险却大为增加了, 因此要适应这种多元化定价的时代, 以产业资本的视角来指导投资的方向。**

申万巴黎——担心美银行新政会成为全球风险偏好下降的推手

市场对政策面的悲观预期远胜于企业盈利的乐观预期, 投资者担心管理层会出台更严厉的政策, 这是导致A股市场连续调整的主要原因。值得关注的是, 市场风格在下跌中悄然变化, 小盘题材股开始降温, 银行、保险等大盘蓝筹股相对抗跌。上周四, **奥巴马政府推出银行改革方案, 在全球金融市场掀起腥风血雨, 美股连续三天大跌。美国本次金融改革方案对银行业的中长期发展是好的, 但短期而言对于银行股或者对于整个股票市场产生不利, 其中诸多措施降低了未来银行业整体的杠杆扩大, 影响到金融机构的盈利能力。我们担心该政策很可能会成为全球风险偏好中期下降的重要推手, 因为全球风险偏好已在高位盘整2个月左右时间, 存在着较大的调整压力, 随着美国银行业自营业务限制, 必将有大量的风险头寸需要了结, 金融市场卖压严重。未来半年全球可能会遭遇风险偏好下降的过程, 风险资产可能会有所调整, 如果这与中国经济降温同步发生, 将会对A股市场造成较大的压力。**

东吴基金——调整势不可挡, 估值较低的品种可关注

我们应该看到，随着四季度强劲的宏观数据公布之后，市场对于经济的回升基础到底是否稳固已经有了自己的看法，国家层面提及的相关稳定性，持续性的词汇已经慢慢消退。经历了短期的挣扎与徘徊之后，年初突然加存款准备金的效果会被市场逐步体现，换言之，我们可以把存款准备金提高视为一个新的重要的节点，国家的退出策略已经付诸实施。紧缩的后果会大幅影响目前市场的走势。从年初国家陆续出台的有关调控的政策，无论是房地产还是提高存款准备金，出手不可谓不猛烈，前者对于相关产业的影响是深远的，而收紧银根更是对市场放出了明显的信号，这些在年初半个月密集公布，可见管理层对于经济回升的信心十分充足，通过短短几天，我们就看到了去年年底经济工作会议提及的灵活性和针对性的威力。从另外一个变化来看，股指期货和融资融券消息的公布短期影响已经过去，下面就是牵涉到相关政策对于市场的深远影响，长期来看，做空机制是要压低市场的整体估值，这一点基本确定是利空。市场在目前的点位整理也有时日，明显结束了通道上升，走出了倒三角的走势，后市破位可能性加大。这样来看，无论是宏观面、资金面还是技术面，都是利空盖顶。调整看来势不可挡。市场分化，对于品种的选择更加重要，我们要严格规避中小板过高的估值，寻找成长性良好的品种长期跟踪。大盘股，估值较低的品种也可关注。

天治基金——升值和就业压力的存在，近期加息可能性较小

天治趋势精选基金经理：基于目前的宏观经济形势，我们预计 2010 年经济增速将超过 9.5%，其中投资增速为 23%，消费增速为 17%，出口增速为 20%，CPI 全年为 3.5%。由于经济增长已进入繁荣期，物价也开始明显上升，而年初以来信贷投放出现超预期增长，因此政府对经济进行适度的调控是必然的。但我们预计，近期货币政策仍将以公开市场操作和存款准备金率等数量调控手段为主，以达到均衡信贷投放的目的。同时尽管通胀上升快于预期，但由于人民币升值压力和就业压力的存在，我判断近期加息的可能性较小，政府决策层在选择这一调控手段时可能会更加注重对通胀及升值两方面影响的权衡，在没有新的涨价因素出现之前，第一季度 CPI 水平尚处于政府决策层可以容忍的范围内。

华商基金——近期应顺应趋势调整仓位

华商盛世基金经理：至于说 2010 年，我们比较乐观的因素就是说，企业盈利在回升，无论幅度是 20、30，这是一个区间，我们没有办法现在确切知道是什么，但是有必要大幅度回升。负面因素是什么？流动性去年是 9.6 万亿的贷款投放，在需求没有大增的情况下，会有相当大的流动性进入股票、债券、房市各种市场，今年信贷无疑在收紧，所以说基于这种资本的需求流动性的减弱，所以两者的叠加就会使今年是一个比较振荡的市场。怎么做？我觉得是这样的，第一个，哪些是最有希望的？像刚才说的产业升级、经济转型，这是几乎所有的工作都不能忽视的。第二个，包括消费、医疗，我非常关心中央经济工作会议在新闻中胡锦涛主席讲到的关于城镇化的问题，大规模的城镇化对于中国带说是非常好的内需调整的因素，这点无疑对中国经济的持续发展很好。另外，对一些近期的不确定因素要敬畏，适当的顺应趋势去调整仓位，应该就是今年可能会取得比较不错业绩的思路吧。看长了的话是看人口，所以如果人口结构以后变迁的话，就要小心，不论大家对人口红利的逆转是 2015 年还是 2020 年，但是大家都在预期到未来，

由于中国的计划生育家庭结构会逐步变成 4、2、1 的结构, 未来买房子的人会减少, 持有房子的人会越来越多, 同时这是一个因素。另外一个因素就是, **中国的城市化进程, 所以我觉得未来如果看长的话, 房子一定要谨慎一些。**第二, 从我们做投资来说, 中国大陆地区的房价与综合收入比, 无疑是非常非常高的, 所以已经处于泡沫, 但是至于何时泡沫大幅度的减少, 我不知道, 或者说处于泡沫中。但是我们在去年为什么那么谨慎房子? 有几点, 第一点, 对房价和租金的比值过于高, 这个有信心, 第二点, 从很多实证调研来说发现, 买房子投资者不是自主的人非常多, 第二, 像北京、上海、广州的这种城市外源区域的房价在大幅上涨, 以前中心房子价格高, 郊区便宜, 但是中心区涨的比较慢, 外源涨的比較快, 这种情况不是很正常。还有很重要的一点, 从 7 月份开始, 我们在调研中注意到了, 商业银行开始在控制贷款, 这种情况下对于买房子是非常重要的因素, 所以我觉得房价已经到了无论是社会舆论、还是政府都难以接受的程度。至于说自己买不买房子? 可能还是自己的需求, 但是 2010 年, 特别是上半年的时候, **房地产股票的投资是比较费力的, 要观察很多因素, 特别是像考察新屋的成交面积、房价、是否出现一些大的对信贷量、价的控制, 像两会期间各种舆论的反映, 所以应该说投资房地产股是比较谨慎的事情。**

益民基金——市场需要一定的时间来消化紧缩预期

尽管周末并没有加息, 传闻落空, 但投资者对货币政策将紧缩的看法已达成共识, 对市场的看法转为悲观。媒体报道, 截至 19 日新增贷款已高达 1.45 万亿, 促使监管部门对超速的信贷列车踩下刹车, 要求各银行压减新增信贷。外部环境已有隐忧, 美国总统奥巴马拟制定措施对最大的几家商业银行的规模和高风险交易进行限制, 将直接导致杠杆的降低, 对投机行为的抑制更加显著, 道指受影响连续两日大跌。如果提案成行, 对商品市场、新兴市场等都有一定的负面影响。**近期政策收缩力度明显超出市场之前的预期。而投资者的心态变化之快和强烈反应, 超出了我们的预期。我们认为市场需要一定的时间来消化这些影响因素。**本周前两天继续下跌, 投资者心态更加不稳。不过连续下跌后, 短期有反弹的要求, **反弹后届时我们可以再重新审视市场变化。**

诺德基金——上半年先紧些, 是为将来的政策留下操作空间

我们认为, 最近确实出现了类似于发电量快速攀升、出口快速回升和物价快速回升等迹象, 但是从稍长一点的时间段来看, 比如到 2010 年下半年, 这种格局的可持续性依然需要进一步观察。因此, **从政策层面来看, 上半年先紧一点, 为将来的政策留下操作空间, 避免经济短期出现大起, 随后出现大落, 善莫大焉! 这也是调控政策艺术性不断提高的体现。**我们预计, 未来政策还可能包括诸如, 存款准备金率继续调整, 继续控制信贷投放的节奏, 可能的手段包括, 75% 的存贷比要求, 资本金充足率、窗口指导以及定向票据等, 以收缩商业银行的贷款冲动。**利率不会轻易动, 更可能随着美国利率的上调而相机抉择。**可以看到, 政策属于一个内生变量, 经济好才会有政策的调控, 以避免过热, 而一旦经济增速下降较猛, 政策又会放松。最终的目标是尽可能降低经济波动性, 即使不能“熨平”经济周期。

金元比联——没有更多利好刺激下，市场做多意愿较为平淡

经济复苏态势和上市公司业绩稳定增长已几无悬念，但前期充裕的流动性受到考验，央行周内对利率的调整，以及暴风雪下物价的加快上升，使得市场担心管理层对宽松货币政策或提前调整，做多的信心受到抑制。同时，近期大机构的投资意向不强，也是制约市场上涨的另一因素。下周走势，在没有更多利好消息的刺激下，市场做多意愿较为平淡，股指以震荡格局为主。

民生加银——调控将更有针对性，市场负面预期也将相应减轻

政策的不确定性压制了近期市场的表现。但是我们应看到，经济的快速增长和 A 股整体估值并不高，为指数提供了有力支撑，且当前资金价格也并未显示出资金面恶化。而且政策收紧有一定的底限，是以不伤害经济健康发展为前提，我们判断未来政策调控将更具有针对性和灵活性，市场负面预期也将相应减轻。

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 2010 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。