

每周基金视野:

谨慎中乐观, 优质公司中寻找绩优个股

■ 悲观谨慎:

明年的股市仍存在较大不确定性。中国短期经济增长不容易维持高增长的结构性因素: 人口结构造成的高储蓄率、收入分配差距导致较低的边际消费倾向、社会保障体系不健全等。存在经济调整的长期性、上市公司业绩下滑、大量企业经营困难以及失业等不利因素。(华夏基金) 尽管目前 A 股市场估值已与国际接轨, 但断言 A 股已具投资价值为时尚早, 影响其投资价值显现的关键因素在于中国经济能否实现"软着陆"。(南方基金) 2009 年上半年 A 股市场整体环境依然艰难。2009 年下半年随着积极政策实施效果的逐步显现、企业库存消化下盈利略有好转, A 股市场环境或有好转, 但仍需视全球尤其是美国经济、国内房地产市场的恢复情况而定。(工银瑞信)

■ 乐观看点:

暖风不断的"政策面"对市场将形成较强的支撑。A 股市场目前的估值已回到了较低水平, 明年的走势更多取决于流动性的变化。A 股市场从资金面、估值水平、业绩增长潜力等几方面看, 将稳中有升。(嘉实基金) 目前市场继续大幅下跌的空间已经不大, 今后结构上的分化将加剧, 投资的思路在于寻找未来需求增长前景平稳, 或估值折价足够大并能较好分红收益的投资标的。(博时基金) 09 年可能是一个布局时机。2009 年上半年经济可能还会比较艰苦, 下半年经济数据或许会渐渐走平, 即使最悲观的预期也认为到 2010 年形势会转好, 经济会复苏。(上投摩根) A 股市场 2009"期待惊喜"。(华安基金) 市场在经历了流动性危机迫使资金出逃的 2008 年上半年, 以及对经济衰退的预期从恐惧到确认的三季度和资金与政策互动的四季度后, 2009 年将迎来筑底和复苏。(中海基金)

■ 配置风向:

看好估值套利和资产注入带来的机会; 看好银行、地产、机场、零售、电力、水泥等行业。(嘉实基金) 钢铁由低配调为标配, 化工景气下行, 建议低配, 但是绩优个股可以增持, 标配钢铁行业, 低配有色行业, 超配铁路, 标配高速和机场, 低配港口, 标配电力, 回避水泥, 但是铁路建设行业具有吸引力, 标配汽车, 标配机械行业, 通讯行业标配, 标配传媒行业, 超配医药, 地产行业是低配但是会择机增持优质公司, 基准配置零售, 低配银行。(博时基金) 内需消费、铁路、矿山等政府主导投资领域, 大能源、大农业板块的重新配置机会, 以及在一系列利好刺激下银行、煤炭等行业的反弹机会将是投资中把握的

分 析 师

丁 煜

(0755) 8249 2944

dingyu@lhzq.com

重点。(南方基金)

内需消费、铁路、矿山等政府主导投资领域，大能源、大农业板块的重新配置机会，以及在一系列利好刺激下银行、煤炭等行业的反弹机会将是投资中把握的重点选股策略将围绕民生的相关产业，诸如医疗和服务等相关产业(泰达荷银)

一个是寻找不确定的市场环境下，增长相对稳定的行业，包括：商业、内销服装、医药；一个是寻找扩展性财政政策的刺激下，在景气提前见底的行业。看好工程机械行业、铁路、轨道交通建设、电气设备行业。(华富基金)重点关注军工、电网电力、石油石化、电信、煤炭、航运等行业的央企整合与重组；并重点关注周期性行业中的钢铁、水泥、交通运输等跌破重置成本的企业，以及资产重估类公司，如商业零售。ST 类壳公司进行的并购重组也将值得关注。(光大保德信)

看好政府投资、节能减排、消费和并购重组四大板块。因为 2009 年中国经济增长的亮点在于积极财政政策的投资拉动、以及经济模式的转型，铁路、医药、汽车、家电、新能源等行业都有投资机会。(汇丰晋信)铁路建设、电力设备甚至包括一些基本的原材料，3G 通讯设备，食品饮料(上投摩根)红利回报率的重要性日益凸显；内需导向型企业面临发展机遇；新能源和节能减排将是长期主题。(华安基金)

防御主要看好医药、食品饮料、旅游、IT、石化、电力；主题投资主要建议关注政府投资拉动主题、降息和房地产政策主题、刺激内需主题和世博主题等，相关的行业有铁路建筑、电力设备、水泥、房地产等。(中海基金)一个是寻找不确定的市场环境下，增长相对稳定的行业，包括：商业、内销服装、医药；一个是寻找扩展性财政政策的刺激下，在景气提前见底的行业。看好工程机械行业、铁路、轨道交通建设、电气设备行业。(华富基金)

分 析 师

丁 煜

(0755) 8249 2944

dingyu@lhzq.com

	主要观点
华夏基金	◆王亚伟认为影响股市的因素比较复杂。从宏观经济来看, 中国要比美国相对乐观, 但目前影响股市的因素很多, 因此明年的股市仍存在较大不确定性。在大类资产配置策略上, 明年可以侧重权益类投资, 并且更灵活的控制仓位; 关于仓位, 适度的"中投"比较恰当。对于具体的投资方向需要特别谨慎, 特别是对于短期热炒的板块。 ◆华夏基金投资总监刘文动表示中国证券市场和宏观经济密切相关, 而市场是现实和预期的博弈, 中国证券市场最近一年的情况充分反映了这种博弈, 而对市场的分析应当建立在自下而上和自上而下两种方法的结合, 这样能够全方位的对市场进行更有效和准确的判断。在经济周期中, 需要注意存货周期、企业资本开支周期和房地产周期这三个周期变动。中国短期经济增长不容易维持高增长的结构性因素: 人口结构造成的高储蓄率、收入分配差距导致较低的边际消费倾向、社会保障体系不健全等。要密切关注经济、货币和市场三个方面, 当这些方面指标表现良好和健康的时候, 市场将进入复苏阶段。 ◆华夏基金机构投资总监郭树强指出 2009 年资本市场面临适度宽松的货币政策、积极财政政策、企业高额存货逐渐消耗等有利因素, 但也存在经济调整的长期性、上市公司业绩下滑、大量企业经营困难以及失业等不利因素。投资策略为"严格控制风险、谨慎进行投资、把握可靠收益"。
嘉实基金	◆ 嘉实基金发布了题为《在政策与基本面博弈中曙光初现》的2009年投资策略报告, 提出"谨慎面对后市, 乐观展望未来"的投资策略。 犹如"大坝放水"式的流动性扩张所产生的动能, 将会使股市超越经济基本面恶化的拖累提前作出上涨的反映。股市经过目前短暂调整后, 整个趋势仍可能维持向上, 明年年初市场将有可能再次出现阶段性投资机会。"但估值在流动性的作用再次推高后, 股市最终仍会回到基本面, 而多出来的流动性未来将最有可能回到房地产市场。" 中国2009年GDP均值在8%左右; 但预计消费增速将较2008年下滑约两成; 但从利好面来看, 受经济下滑影响, 积极的财政政策将持续出台, 刺激经济增长; 同时, 2009年通胀压力将大为降低, 为适度宽松的货币政策打开空间, 从而为市场提供更多流动性。此外, 中国目前城市化率为45%, 仍处于城市化的加速阶段。

	对于明年A股市场, 从国际国内经济基本面以及盈利和估值角度分析, 中短期A股市场仍然面临一定压力, 表现为市场继续震荡。但同时暖风不断的"政策面"对市场将形成较强的支撑。A股市场目前的估值已回到了较低水平, 明年的走势更多取决于流动性的变化。如果能够维持充裕的流动性, 明年A股将存在不错的投资机会。从长远角度考虑, 国际经济终将调整恢复, 而中国经济长期的增长动力仍能持续, 从长期投资出发, 目前的估值水平也提供了一次战略性的投资机会。
博时基金	◆博时基金股票投资部总经理, 博时特许价值, 基金裕泽基金经理陈亮: 随着目前财政政策和货币政策的改变, 明年的投资策略应主要围绕财政政策、货币政策展开, 同时, 从大类资产配置来看, 09年应该向股票市场倾斜。 围绕两条主线, 今年上半年CPI是投资关注的重点, 到了08年下半年, 通缩变成市场关注的重要内容, 投资者担心来自于海外市场以及内部总需求的放缓, 因此, 09年上半年可能是以通缩为主, 全国CPI可能维持在低水平。财政政策、货币政策是明年投资关注的两条重要主线。 在财政政策层面, 目前政府刺激经济的着力点主要围绕财政政策展开, 在中国, 投资在GDP里面的占比相对较高, 政府也会采取积极的措施, 投资主要围绕基础设施以及一些施工类企业展开。 在货币政策层面, 09年的投资要围绕低利率环境下选择投资标的展开, 在低利率环境下, 可能上半年、甚至全年的流动性会比较充裕。银行资金供应也比较充足, 贷款也相对积极, 由于利率比较低, 老百姓购买的需求意愿也会上升, 因此, 相对于其他行业, 金融应该成为关注的重点。 在低利率的环境下, 从资产配置的角度, 应该向股票市场倾斜。债券市场和股票市场是跷跷板的关系。事实上, 从今年债券市场表现看, 到现在, 债券基金有10%以上的收益, 这个状况和2005年完全一样, 2005年也是这个状态, 通货膨胀的压力比较低, 企业盈利在下降的通道中, 这样投资者都把钱往债券市场里面铺。 未来一年债券投资的回报可能会偏低。但是一种情况例外, 如果继续发生大的经济危机和金融危机, 中国的经济还是不行, 所有的资金都跑去避险, 债券市场可能会有好的表现。
南方基金	◆南方基金: 经济"软着陆"方能显现A股投资价值

	尽管目前A股市场估值已与国际接轨, 但断言A股已具投资价值为时尚早, 影响其投资价值显现的关键因素在于中国经济能否实现"软着陆"。 在最新发布的四季度投资策略报告中, 南方基金指出, 三季度国内经济下行趋势进一步明显。目前, 市场对于通胀的担心短期内已大大减轻, 但对于经济下行的担心明显升温。本轮经济减速有周期因素也有结构调整特征, 是全球经济再平衡和国内增长方式转型的必然体现。考虑到全球经济弥漫着"衰退恐慌"情绪, 这一轮调整相比前一轮周期可能更为复杂和长期。 央行降息、调整部分金融机构存款准备金率宣告年初以来"从紧"货币政策的结束。随着宏观调控转向"保增长、防通胀", 国内消费与出口依旧保持相当活力, 以及上市公司盈利能力和偿债能力良好等因素将推动国内经济实现"软着陆"。 "经济'软着陆'将是A股投资价值显现时点的决定因素。"目前A股08年动态估值已回落至12倍, 09年为9.8倍, 整体估值已完全与国际市场接轨, 与A股的历史底部也相距不远。从数据本身看, 这样的估值已颇具吸引力, 但其投资价值显现的前提是国内经济不会硬着陆。 操作策略依然保持谨慎, 表示将在维持防御性板块配置的同时, 自下而上寻找估值能够提供充分安全边际的个股机会。目前市场中, 内需消费、铁路、矿山等政府主导投资领域, 大能源、大农业板块的重新配置机会, 以及在一系列利好刺激下银行、煤炭等行业的反弹机会将是投资中把握的重点。同时, 基于此轮调整持续的时间还难以预计, 其认为, 一些低风险的保本型投资产品也值得投资者关注。
易方达基金	◆易方达基金: 将从仓位制胜转向结构制胜 09年总的来说, 是审慎中乐观。有利的因素包括, 企业负债率、存货率水平比上一轮周期低。同时微观层面企业的应变能力在增强, 现在还处在艰难阶段, 但很多企业都在坚决出清存货。经过2003年以来5年的经济快速增长, 中国的消费升级、工业化、城镇化都已经达到一定水平, 基数大了很多, 只是短期增长乏力, 经过一段时间调整后, 有希望恢复增长。当前扭转经济形势的核心在于消化存货。尤其关键的是, 全社会如何把地产的存货有效消化。房地产是所有产业的链条核心, 一旦房地产的消费拉动起来, 钢筋、水泥、建材等行业会跟着复苏。 明年的波动会比较大, 股市和经济仍处于大的调整周期, 大小非问题还有待消化。因此, 就基金投资而言, 2009年仓位控制不再是主要策略, 在波动市场中调整好持股结构, 发掘超越周期、持续成长的优质公司, 将重新成为制胜法宝。

上投 摩根	◆ 上投摩根基金: 09年可能是一个布局时机 09年可能是一个布局时机。2009年上半年经济可能还会比较艰苦, 下半年经济数据或许会渐渐走平, 即使最悲观的预期也认为到2010年形势会转好, 经济会复苏。 股市机会渐显。经历2008年的大跌后, 目前股市更为安全, 因此明年可能是一个布局时机。我们预测, 明后年A股市场的机会超于债市。考虑到如果只做利差, 债市的利差空间比较小, 它的牛市行情与利率周期挂靠得比较紧密。这一轮降息幅度很大, 时间很快, 挤压了债市未来的盈利空间。而股市由于今年跌得异常猛烈, 进入降息周期后, 可能有潜在的胜出机会。 倾向政策预期明朗板块。经济刺激方案逐步生效, 企业资金状况紧张, 存款定期化等问题进一步差于预期的可能性已经很小, 建议关注政策面带来的投资机会及预期明朗的板块。 ◆ 上投摩根基金公司投资总监孙延群: 目前国际国内大的宏观经济背景决定了A股不具备大行情的基础, 但由于风险释放估值较低, 牛年A股市场更多的是流动性和政策驱动的阶段性和结构性行情。 最坏的时候可能出现在明年一季度。"从明年再往后看, 情况会好转, 不排除很多行业有反弹的机会。今年二季度开始逐季回落, 基数较低, 如果大家喜欢看同比增长数据, 明年会比今年好看多了。"尽管整个宏观经济恶化, 但市场依然存在结构性机会。在政府大规模投资的板块, 明年还会有持续表现的机会。谈及明年的投资思路, 投资人可关注以下几个行业。第一, 受益政府政策的板块。比如铁路建设、电力设备甚至包括一些基本的原材料, 3G通讯设备; 第二, 稳定性消费的品种。比如食品饮料, 财务健康, 现金流好, 终端需求受宏观经济的影响比较小, 适合长期投资; 第三, 周期性行业。这取决于对这些行业内部需求和供给以及库存变化的前瞻性把握, 如果把握的好, 可能会有一些幅度比较大的阶段性机会。最后, 中小市值板块, 这些板块表现活跃, 特点是高风险高收益。事实上很多苏宁电器这样的大市值公司最初都是从中小市值公司起步的。
华安 基金	◆ 华安基金: A股市场2009"期待惊喜" 近期发布的2009年A股投资策略中以"期待惊喜"为题道出了对来年A股市场的投资预期。从大类资产的价格比较分析看, 股票类资产的吸引力正在增强。

估值比较显示A股未来将还有底部反复震荡和确认过程。但总体看, 长期底部正在逐步显现, 未来即使下跌过度, 但也将以更高的潜在超额收益作为补偿。

从居民持有的主要金融资产价格比较看, 目前一年期定期存款利率已降到2.52%, 预期未来将下降至1.5%左右, 长期国债价格也处于历史高点, 一线城市的房价比仍高于历史低点30%-40%水平; 而股票资产在跌到历史估值底部区域后, 华安预期其分红收益率将回到2%以上的历史高点, 估值洼地的潜在投资吸引力大大增加, 定期存款、债券和房地产市场的庞大资金有望逐步分流过来。

具体的资产配置方面, 建议2009年关注以下投资机会。红利回报率的重要性日益凸显; 内需导向型企业面临发展机遇; 新能源和节能减排将是长期主题。

未来两三个季度仍然属于需求快速下行阶段, 企业广泛受到需求、盈利、现金流的冲击。到2009年年中, 当供求关系在较低的增速上恢复平衡之后, 货币放松、财政刺激政策将逐步显示出作用。从而为投资提供线索, 并为资产重组提供条件。总的来说, 对中国经济中期前景仍然乐观。同时, 随着宏观下滑基本结束、在较低的增速上重建平衡, 市场情绪将会有所恢复, 会更愿意从中期角度分析形势和企业前景, 这为优势企业估值水平的一定上升提供了动力。

◆ 华安基金首席投资官王国卫:

“最恐慌的时期已过, 投资应早于市场预期。” 针对去年股票市场单边下行、市场低迷, 而债券市场下半年异常红火的局面, 今年股票和债券市场都有机会, 股票的机会甚至会大于债券。对中国宏观经济的预测, 2008年四季度或2009年一季度可能是最差的时候, 名义GDP增速继续大幅下行, 到二季度将回稳, 不会进一步恶化, 投资的机会可能出现在下半年。

此轮金融危机对中国而言, 直接影响不大, 间接影响不小。中国由于资本市场开放的程度有限, 所以金融机构所受损失不大; 但另一方面, 引发金融危机的欧美地区是中国贸易的终端市场, 因此对中国实体经济冲击很大。所幸在各国政府和央行的强力干预下, 经济复苏的时间可能会提前, 或者进一步恶化的条件减弱, 这就为投资创造了安全的底线。中国处于战略发展机遇期, 在外力冲击下, 开放和改革的力度将超预期, “中国先于美国走出经济危机的可能性更大。” 王国卫乐观预估。

从政策面看, 历史上没有比现在更好的政策环境, 大危机酝酿着大变革。首先, 强制分红政

	策的推出对长期投资资金有吸引力, 可逐步改变过去中短期投机逐利的操作方式, 从而最终改革倒三角投资者结构。其次, 鼓励大股东增持, 表明金融资本和产业资本开始找到结合点, “预计 09 年单边减持局面已结束, 大小非减持不是市场的主要矛盾。” 再次, 以 “中国式平准基金” 即汇金公司入市、国资增持的方式, 用市场化行为来解决市场问题, 对回暖市场来说也未尝不是一剂良方。 在基本面上, 由于需求剧烈下降, 去库存化至少需要两个季度消化等因素困扰着上市公司, 华安基金给出的基本判断是今年一季度将是最为艰难的时期, 之后随着经济的不断调整, 业绩将先抑后扬, 市场运行区间上行的概率将大于下行。 此外, 在适度宽松的货币政策下, 市场上的资金会更为充沛, 投资者的信心也在渐渐恢复, 在年初即可采取积极的策略, 因为市场预期差反而会是投资安全的时期。在行业布局上, 可侧重周期性行业, 降低食品、医药、服务等非周期性行业的配置。
中海基金	◆中海基金: 股市明年下半年进入复苏周期 市场在经历了流动性危机迫使资金出逃的2008年上半年, 以及对经济衰退的预期从恐惧到确认的三季度和资金与政策互动的四季度后, 2009年将迎来筑底和复苏。 市场复苏时点在明年下半年, 主要得益于政策受益行业的业绩转好带来的估值提升。从资产配置方面来讲, 中海基金表示, 明年上半年看好债券, 而下半年则看好股市。经济衰退期债券指数加速上涨, 债券资产表现最佳, 债券基金也有良好表现。中海基金预期在上半年结束之前还有降息空间, 这将为市场提供流动性, 形成以银行资金为主导的债券牛市后半期。 在债券资产有良好收益的同时, 股票资产正进入绝对价值区间。2009年上半年将是股票资产的战略建仓时期, 下半年实体经济将由衰退萧条步入复苏期, 股票市场将明显回升。在具体的行业配置方面, 中海基金建议, 2009年股票资产的核心配置策略是“左侧防御, 右侧进攻”, 防御以业绩确定增长为主, 进攻以主题投资为由。防御主要看好医药、食品饮料、旅游、IT、石化、电力; 主题投资主要建议关注政府投资拉动主题、降息和房地产政策主题、刺激内需主题和世博主题等, 相关的行业有铁路建筑、电力设备、水泥、房地产等。 在本轮经济调整中, 经济和通胀同步回落, 经济将在2010年见底。同时政府开始逆周期调控经济, 预计2009年上半年仍将大幅下调准备金率和下调100BP以上的息率, 财政支出扩大, 政策保经济决心大。

泰达 荷银	◆A股市场在连续暴跌三个月后, 11月市场迎来了大幅反弹。但金融危机对市场的影响还远远没有过去, 2009年的机会可能会比2008年要多, 但结构性的机会还需要看经济的情况而定, 目前来看经济压力还比是比较大的, 目前主要矛盾是全球经济的衰退和通货紧缩的预期, 随着政策的不断出台, 会对市场有刺激作用, 市场系统性风险会减低, 目前对A股市场持相对均衡的投资观点。我们认为, 市场的热点也将从注重政策力度转向细致分析政策方向后的消费、科技与服务板块, 这应是2009年值得关注的方向。
工银 瑞信	◆2009年上半年A股市场整体环境依然艰难。2009年下半年随着积极政策实施效果的逐步显现、企业库存消化下盈利略有好转, A股市场环境或有好转, 但仍需视全球尤其是美国经济、国内房地产市场的恢复情况而定。 市场在反复寻底、艰难复苏的同时, 股指预期将呈现出总体宽幅震荡的特征, 且市场局部主题热点并不缺乏, 蕴含丰富的结构性投资机会。纷繁复杂的市场环境将给各种管理人施展自身能力、特长的空间, 同时也是考验管理人能力的时刻, 基金间明年业绩分化或将明显。因此投资者在掌控基金组合风险的同时, 可以顺应市场特征, 采取如下三策略积极应对: 稳健策略。随着市场阶段回报率预期的下降, 市场无风险利率和估值水平均大幅回落, 在此背景下能够提供相对持续稳定、有竞争力的股息收益率(红利)的上市公司将具有相对较强的防御特征, 选择风险水平适中、侧重投资分红能力突出股票的基金在不失稳健的同时, 带有积极防御色彩操作策略。从动态适应市场特征角度出发, 在稳健操作策略的基调下, 建议投资者选择风险水平适中、选股能力突出的基金, 通过基金管理人的选股能力优势实现超额收益。 趋势策略。在宽幅震荡、反复修整的预期市场环境下, 资产管理规模相对较小的中小型开放式基金的灵活优势将会得到更好的发挥空间。而在预期总体宽幅震荡将是明年A股市场的重要特征之一的背景下, 积极的择时操作仍有其施展发挥的空间, 择时能力突出、现阶段股票仓位适中的基金值得关注。 主题策略。面对市场局部主题热点切换下丰富的结构性投资机会, 投资者一方面可以通过选择那些持续侧重投资其中确定性较高主题板块(如产业链下游行业中优势企业、政策驱动基建投资和民生投资相关行业板块等)且风险适中的基金产品, 安静分享相关主题发展带来的机会; 另一方面, 亦可从管理人操作风格角度出发, 优选操作灵活、策略把握主题切换机会较好管理人所管理的产品, 通过管理人动态操作来争取超额收益机会。

大成基金	◆副总经理 毕有志: 大成基金2009年度总体投资策略为: “审时度势, 波段操作, 研究驱动, 慎思敏行”, 并建议投资者在09年坚持防守反击的投资思路。对于09年的宏观经济形势, 积极的财政政策和宽松的货币政策将成为中国宏观经济未来的最大看点。对于实体经济来说, 资源及原材料成本的大幅回落已成现实, 全社会资金成本的回落也已加速实现, 这两点对于整体经济的复苏而言极为重要, 对于股票投资更是如此。表示考虑到宏观经济下滑、上市公司基本面恶化和市场震荡筑底的走势可能性加大, 因此建议2009年上半年的资产配置, 仍需坚持防守反击的思路。另外, 业绩成长明确、治理结构优异的弱周期行业和个股仍需维持合适比例的仓位, 作为核心持仓。
交银施罗德	◆一般来说, 股票市场作为一个整体是比较有效的。所以, 如果投资者都预期明年下半年经济会开始复苏, 那么上半年市场就可能会见底回升, 这也是为什么股票市场走势会提前经济 3-6 个月表现的原因。但是到目前为止, 我们观察到机构的态度仍以观望为主, 尤其是大基金公司在年底之前并未出现显著的加仓举动, 意味着他们认为明年会存在更好的加仓时点。我们感觉投资者一方面担心明年上半年企业盈利下滑会超过市场预期, 另一方面对明年下半年复苏的信心也并不是很强, 因此市场在明年一季度可能仍然处于震荡盘整的格局。 伴随着发达国家经济的结构性调整, 中国必将面临经济结构调整的压力, 从而在一段时间内无法维持过去较高的经济增长速度, 从这个角度看, 在一个较低的盈利增长预期下, 股票市场的估值水平难以得到提升。至于流动性会否催生另一个泡沫, 在什么样的载体上产生泡沫, 我们还需要观察, 在一个泡沫破灭的阴影还未散去时, 投资者会否马上接受另一个泡沫, 我们也并不清楚。
华富基金	◆全球经济动荡未止, 美国09年经济向下已经达成市场共识, 实体经济仍需要较长时间进行调整, 留给我们的悬念是经济坏的程度和持续的时间无法准确判断, 美国经济前景充满迷雾。此次危机是否会改变目前的世界经济格局, 对于目前的市场来说, 新技术的出现, 或者中国经济转型成功都将是带动全球经济走出低估的因素, 用哪种方式, 什么时间是经济留给市场的谜题。 08年四季度中国经济下滑速度超出市场预期, 政府推出四万亿投资计划, 是否力挽狂澜, 中国经济前景也同样充满迷雾。经济学家在解释世界经济现象上非常成功, 很遗憾在预测方面并不成功, 面对充满迷雾的09年, 投资者如何前行? 我们认为四万亿投资是经济稳定剂, 是力挽狂澜的开始, 走出经济低迷仍要依靠中国经济转型或外需的复苏。

	始于08年11月的反弹有望延续到09年一季度, 09年的经济形势充满了迷茫, 不断恶化的宏观数据, 层出不穷的救市政策, 反应在投资者心理上, 失望和期望更迭, 这使得09年市场走势动荡, 估值中枢将在1800-2000点, 围绕价值中枢股市运行区间将在1300-2500点之间。 09年投资策略需要保持灵活性, 虽然具有宽松的货币环境, 但产业资本和金融资本博弈, 压制着09年的上行空间, 09年大小非解禁将创出历史天量, 仅从09年大小非减持结构看, 小非的量并不大, 仅265.66亿元, 小于08年, 但累计可减持的量是稳步增加, 在股指上扬后, 我们认为恶化的宏观数据, 也使得产业资本有减持冲动。此外对于部分小非来说有去杠杆化的资金压力。这使得单边做多或者单边做空都是不合时宜的, 寻找价值中枢, 低吸高抛是更明智的选择。 在行业选择上, 我们从两个角度出发, 一个是寻找不确定的市场环境下, 增长相对稳定的行业, 包括: 商业、内销服装、医药; 一个是寻找扩展性财政政策的刺激下, 在景气提前见底的行业。看好工程机械行业、铁路、轨道交通建设、电气设备行业。 增长相对稳定的行业: 消费类行业在09年也会受到景气下降的冲击, 从长期看中国经济向消费型转型是必然趋势, 商业企业相对工业企业周期性相对弱化, 优质公司下跌后会迎来长期投资机会。在消费类公司中, 我们看好连锁超市和内销品牌服装。 由于房产市场低迷, 地方政府的财政收入增速快速下滑, 四万亿投资中, 我们认为中央投资项目的资金来源更有保障, 四万亿受益行业中我们更看好铁路建设和电网建设相关受益的行业。
汇丰 晋信 基金	◆汇丰晋信认为A股市场已经充分反映了前期“挤泡沫”过程和大部分经济基本面持续恶化的预期。2009年, 政策面、资金面以及A股的基本面都具备了孕育反弹的条件。 目前, 无论是PE还是PB估值, A股的估值水平均已经处于2002年以来的低位区域, 2008年市场“挤泡沫”的过程已经结束。
国海 富兰 克林	◆国海富兰克林: 明年是市场估值标准重新确立的一年 2009年中国经济可能在整体性上继续保持调整态势, 投资者可从经济调整和经济转型周期中把握投资机会。目前A股市场估值已进入一个相对合理的区间, 但并没有被严重低估, 从长远看, 股市的投资吸引力将会逐步显现, 2009年将是重新确立市场估值标准的一年。

	国海富兰克林基金研究总监潘江认为, 股市会领先经济的反转, 但是在经济回落稳定之前, 仍会保持震荡调整态势, 持续强劲的反弹缺乏基本面的坚实支撑。投资者应当在经济调整和转型周期中把握投资机会, 可以寻找具有稳健的资产负债表、良好经营现金流的公司, 此外低估值、高现金分红的公司也值得关注, 而受益于经济刺激政策行业, 与宏观经济周期脱钩的行业以及受内需拉动的行业, 都值得投资者去保持适当关注。 未来医药行业受医改政策刺激, 值得继续看好。由于医药板块在熊市中作为较好的防御品种, 估值一直享受较高的溢价, 进入2009年后一些商业流通领域的分销龙头公司, 将是医改政策的最大受益者, 国家打击高价出口药将为专利药生产商带来极大机会。 银行业明年基本面状况并不乐观。企业投资意愿的减少和政策面的宽松这两种力量的权衡将最终决定明年贷款规模的增长。明年银行业不良资产比率的上升是大概率事件, 将影响行业的信贷成本。不过, 国有大银行的资产配置相对股份制银行更为稳健, 股价的安全性更高, 在股价的下跌中可关注买入股息收益率较高的银行股。 而房地产业未来两年期房的供给仍会持续增加, 供过于求的状况难以改变。目前政策的出台已经超出预期, 宽松的政策环境将促使刚性需求释放。未来包括二套房贷款政策、银行对开放商贷款放松等政策仍然值得期待。目前地产市场已经进入了开工减少到在建减少的阶段, 供应高峰要到2009年下半年才能见顶回落。
光大 保德 信	◆对于已经到来的 2009 年, A 股市场经过 2008 年的暴跌后, 已经没有明显的泡沫, 在政府一系列保增长的政策措施下产生趋势性下跌的概率也相对较小。展望 2009 年, 结构性行情的演绎将不断上演, 并出现较多的主题投资机会。经过 2008 年崩盘式的暴跌后, A 股估值已经创出了 10 年以来的新低, 市场担心的无非是经济减速带来的企业盈利下滑或负增长。但是, 从大类资产收益率看, 股市经过近一年的暴跌和债市半年来的大涨后, 股票资产的潜在吸引力无疑大大提升。 而从市场供求变量角度看, “大小非” 仍将是制约 2009 年市场发展的一个重要因素。2009 年全年总计有约 6852 亿股各类限售股份解禁, 按照去年 12 月 1 日的收盘价计算, 市值规模为 33379 亿元, 是股改以来解禁规模最大的一年。按解禁的时间序列分析, 2009 年的 7 月和 10 月将是全年限售股解禁的高峰。 2009 年 A 股市场可能存在较多的主题投资机会, 其中包括: 成本下降下的需求确定、商品价

	格反弹、政府财政支出受益、行业政策变动格局、节能减排与技术进步、新消费热点、资产重组与注入、行业并购与整合等。
华宝 兴业	◆明年策略: “看重三条主线上的公司: 估值合理成长确定的内需公司, 包括医药、食品; 科技类公司以及产品价格被严重价格管制的行业和公司。” 在谈到 2009 年上半年策略时, 牟旭东说看重三条主线上的公司: 估值合理成长确定的内需公司, 包括医药、食品、科技类公司以及产品价格被严重价格管制的行业和公司。从这一点上看, 在医药、科技股的偏好上, 前三家公司的投资方向别无二致。
汇添 富	◆汇添富价值精选基金经理陈晓翔: 2009 年全球经济仍充满变数, 但经历 2008 年大幅下跌后, 2009 年股市继续单边下跌的概率极小; 本轮危机对中国是挑战更是机遇, 由于中国经济基本面较好, A 股可能成为未来几年全球资本市场的亮点。从全球的角度来看, 因为中国的整个经济基本面是全球最好的, 我们认为这轮全球经济危机对中国是一个很大的机遇。 首先, 原材料价格大跌对中国是非常有利的, 不但降低了进口成本, 对中国企业低价收购海外资源也是很好的机会。其次, 从全球角度来看, 中国整个国家的资产负债表是最健康的。在所有的新兴经济体当中, 未来中国可能会成为外国投资者进行海外资产配置的首选。虽然中国经济可能在明年一、二季度见到本轮周期的低点, 但在国家刺激经济政策拉动下, 从 2009 年二季度开始, 上市公司业绩将有明显反弹。 明年市场结构分化所带来的结构性机会主要存在于以下三个方面: 一是具备持续成长能力, 短期受宏观经济波动影响增长速度放缓, 估值因此大幅下降, 经济复苏后成长性能迅速恢复的优质股票; 二是受益于国家产业政策、惠农政策、拉动内需相关政策等, 基本面趋势向好的行业中的优势公司股票; 三是处于周期性行业, 具有核心竞争力和竞争优势的行业龙头公司, 短期业绩虽受影响, 但价值严重低估, 存在逆向反转机会的股票。
景顺 长城	◆景顺长城基金认为, A 股还需要调整一段时间, 09 的市场将以震荡为主。近日沪深股市走出了连续下探行情, 是对前期反弹的回调。从结构上来看, 前期盘面的上涨则属于连续下跌后的技术性反弹, 市场并不具备做多的动能。 从政策面来看, 央行最近一次降息, 下降幅度为 27 个基点, 低于预期, 说明政策主导的行情阶段暂时需要调整。未来政策对于市场的积极影响逐渐偏弱。市场还需调整一段时间, 明年的市场将延续震荡为主的走势, 至少前半段不会有明显的机会。但是随着流动性的逐渐充裕

	以及工业生产停滞的状态的改善, 个别经营管理良好, 处于行业上升趋势的一些公司会有较好的表现。
招商基金	◆ 招商基金北京分公司总经理陈喆: 2009 年招商基金的投资策略要根据对当前市场状况的分析。我们预计春节后市场仍有一定的调整压力, 因此在 2009 年 1 季度我们将倾向于采取相对较低仓位的防守型配置策略, 例如超配医药、IT、投资品等未来业绩预期明确的品种, 风格选择偏向小市值股票和低价股; 而在 2 季度左右, 若企业盈利风险能得到充分释放、过剩库存能得以消化, 即倾向于转为超配周期性行业的进攻型策略。在经济转型期, 行业内和行业间的并购重组将很频繁, 资产重组题材将成为贯穿全年的重要投资主题, 我们也会积极关注此类投资机会。不论是 2009 年, 还是日后更长的时间, 我们认为正确的投资方法是在证券市场上获利的重要因素。
长城基金	◆ 目前各行业的估值水平, 从数据来看, 已经是比较低了。PE 来说, 大部分的行业估值已经低于历史均值, 并且有些行业已经是历史最低估值了。很多行业的估值已经处于正常波动区间之外, 已经是超卖了, 如黑色金属、采掘、信息设备、家用电器等。 PB 上看, 与之前的结论是一致的。大部分行业都低于历史均值, 虽然幅度相对 PE 有所缩窄。但是目前处于历史最低估值的行业明显很少, 仅有黑色金属、交运和金融, 食品饮料反而高于历史均值。从 PB 估值的历史波动区间来看, 大部分行业目前的估值是处于正常波动范围的, 并没有严重低估。个别行业, 如黑色金属、电子元器件、纺织服装、轻工制造、公用事业等行业, 目前处于正常波动区间之外, 位于超卖区间。 从 PS 估值上看, 各行业低估的状况有进一步的缩小, 处于历史最低估值的行业有所减少, 并且位于超卖区间的行业数量也明显减少。行业 PS 估值上看, 多数行业已经是最低。还是有些行业 PS 估值位于正常波动区间, 没有超卖。 单独研究估值相对意义有限, 因为市场赋予某一行业较低的估值水平一定是有原因的, 不能仅仅因为估值水平低就说这个行业具有投资机会。将估值结合盈利来看, 相对低估的行业有金融服务、黑色金属、交通运输、有色、采掘、机械设备、商业服务、食品饮料、医药生物、家用电器等等。其他行业, 如房地产、轻工制造、电子元器件、公用事业等, 虽然估值水平很低, 然而较差的盈利决定了行业还是高估的。目前来看, 无论是很低的 PE 或者 PB, 甚至是历史新低的 PE 和 PB, 并不能保证市场已经成功筑底, 仅仅说明下跌的空间相比之前已经有限而已。
国投	◆ 由于国家统计局发布的宏观经济景气指数预警信号呈现不利景象: 中国经济景气指数全面

瑞银	下降; 工业生产指数和居民可支配收入持续恶化; 财政收入、企业利润和货币供应继续下行, 沪深两地股市以继续下跌的方式结束 2008 全年交易。央行行长周小川在 12 月 31 日表示, 2009 年将继续实施灵活审慎的金融调控政策, 这意味着, 根据经济环境变化随时调整宏观调控政策以保障经济发展将是 2009 年主要经济政策的制定原则。 国际方面, 12 月 29 日美国财政部宣布, 将向通用汽车金融服务公司 (GMAC) 提供 60 亿美元的资金援助, GMAC 出承诺, 将释放更多现金用于新车贷款; 12 月 30 日, 路透贷款定价公司公布数据显示, 受全球信贷紧缩影响, 2008 年美国贷款发放总额大幅下降 55%, 为 14 年来最低。为消除实体经济信用下降引发的流动性不畅, 西方经济体正动用国家信用为实体经济运行产生的债务作担保, 这在相当程度上为其经济的去杠杆化要求增添了阻力, 并埋下了未来大规模通胀的隐忧。 展望后市, 经济形势的不利促使投资风格趋于风险防范, 建议近期可重点关注防御性板块, 盈利增长比较确定的行业, 以及中小市值公司为主的主题投资机会 (如并购重组, 基建, 医改等)。
信达 澳银	◆精华配置基金经理曾国富认为: “明年的经济形势可谓喜忧参半。” 从现在看来, 基本面仍未见底, 宏观经济和企业盈利都不容乐观, GDP 下行趋势明显, 投资增速可望保持 08 年的水平, 消费增速可能小幅回落, 但外需的急剧萎缩将对明年的经济产生负面作用。本轮经济调整本质上是经济长期高增长之后, 受资源环境约束, 原有发展模式难以为继而引发的调整, 加之受到百年一遇的金融危机的深度冲击, 所以其调整可能经历更长的时间。但是, 曾国富表示, 投资者不应对未来失去信心。综合考虑到央行的存款准备金率至少还有 4 个点的下调空间、09 年 23000 亿央票到期、当前信贷状况、货币供应总量目标有望实现等因素, 预期明年的流动性将会得到改善。“宽松的货币政策与流动性改善将导致低利率, 而低利率有助于提升股市的估值。另外, 偏冷的经济对货币的吸收能力较弱, 改善的流动性只能进入虚拟经济市场。” 然而, 投资者依旧担心大小非减持对市场可能带来的冲击, 曾国富分析认为, 随着股指走低, 大小非减持意愿是不断下降的, 而 2009 年小非减持高峰已过, 大非主要是央企, 其实际减持冲动并不强, 流通解禁倒有可能成为产业资本购并的契机。至于众多投资者关心的人民币贬值问题, 信达澳银基金认为从长期看, 人民币仍处于升值过程, 短期看, 有可能小幅贬值, 但其幅度不大因而不会出现大规模资本外逃现象。 目前的估值处于历史相对较低水平, “A 股 1.62 倍的历史 PB 低点, 即便不是未来 A 股 PB 的极限低点, 也处于长期 PB 的低端。” 另外, 国家 09 年仍将以宏观调控全面放松、保经济增长为首要目标, 不论是经济政策还是股市政策, 都还有不少 “加料” 的可能, 因而, 曾国富认为强大的

	政策推力值得期待。 在综合评述了未来影响经济及股票市场走势的诸多因素，曾国富认为当前市场给予了政策最乐观的预期，给予了经济基本面悲观但有限的预期，对上市公司业绩下滑仍估计不足。因而，信达澳银基金2009年投资策略报告认为，市场将迎来基本面与流动性、政策面持续博弈的09年。“明年的市场行情既不会是2007年的单边上涨，也不会是2008年的单边下跌，而是会反复震荡。震荡的方向将取决于基本面与流动性、政策面博弈的结果：在基本面数据密集出台期，市场选择向下的概率较大，而在政策措施密集出台期，市场选择向上的概率较大。”面对过去的成绩，曾国富将精华基金08年的良好表现归结为“正确把握经济形势、投资决策体系合理、及时灵活调整策略、合理配置资产、追求绝对回报”。进入09年，信达澳银基金的投资策略是在“危”中寻良“机”，进行积极的仓位调整和主动的结构调整，及时把握波段交易的机会，在基本面和流动性之间寻找平衡。他同时建议投资者，在这种形势下，保持足够的耐心和冷静是非常重要的。 在具体的行业选择上，主要看好以下两方面：1、相对独立于经济周期的行业：医药、软件、旅游、食品饮料、零售；2、长期受益于政策鼓励的行业：铁路设备、基建、地产、家电。
	本周观点来自 23 家基金管理公司

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 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.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@lhzq.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。