

每周基金视野：进入战略相持阶段

■ 乐观看点：

美国经济触底，下半年复苏的几率大增（博时）。无论从工业增加值、固定资产投资增速、发电量等等指标而言，未来几个月国内经济呈现逐月复苏态势应属大概率事件。资本市场短期在流动性推动下应该都会有不错的投资机会，从这个角度而言，我们似乎还是偏乐观（易方达）。对后市谨慎乐观，本轮行情的动力主要来自于政策刺激、资金面的宽松，经济减速下上市公司业绩并没有出现反转迹象，但目前看政策红利未尽，市场短期还会保持强势（景顺长城）。展望后市，经济提振计划的效应将加速释放，外部危机也可望逐步缓解（国投瑞银）。预计近期行情有望继续冲高，与此同时震荡的压力也将增大（诺安）。2009年是A股市场长期建仓好机会（银河）。我们预计二季度经济基本面的形势依然不容乐观，但是，在政策刺激和流动性充裕的背景下，我们认为二季度资本市场估值中枢下移的风险不大（摩根士丹利华鑫）。受益于全球扩张性货币政策和财政政策刺激，全球实体经济出现微弱的转暖信号，本次金融危机导火索美国房地产业呈现构筑底部的迹象。在政府投资强力拉动下，2009年中国经济有望呈现逐季环比回升的“V”型反弹格局（国联安）。我们认为，在全球性新一轮经济刺激的背景下，A股走强为大概率事件。而国内宏观经济数据将超越市场预期，重新点燃做多的情绪（东吴）。总体来看，相对于年初，当前宏观经济环比改善的确定性显著加强，市场流动性依然保持充裕，众所周知，流动性早已成为近期推动市场乐观情绪的重要因素（南方）。鉴于信贷投放宽松，G20峰会后全球经济及市场信心有所恢复，我们对短期市场走势仍谨慎乐观（泰达荷银）。市场的信心和超跌反弹是本轮上涨的主要动力，我们期待外需提前企稳所带来的市场悲观预期的提前修正（农银汇理）。大盘短期内仍可谨慎看多，反复宽幅波动或成为A股市场未来一段时间的常态，目前处于底部抬高的弹升过程中（国泰）。目前可以确认的是2008年四季度就是一个低点，随后经济是一个逐步回暖的过程，值得注意的是经济的回暖和企业一样，有一个去库存化，开工率上升，再次有库存，再去库存化的过程，但有一点可以确定就是每次的低点都是逐步上升（中海）。

■ 悲观谨慎：

美国的经济刺激计划有点像钢丝上的舞蹈，政府既需要适当的通胀来刺激需求使得经济恢复，同时又要将通胀预期控制在合理的程度（易方达）。二季度是本轮宏观经济调整的重要窗口期（银河）。市场目前仍然有继续向上的空间，但是随着一季度两大驱动因素——流动性和宏观经济改善驱动力的减弱，二季度市场从目前位置继续上行的空间会比较有限；A股在宏观经济方面的预期兑现、并且流动性边际变化上的改变明朗之后，在二季度后期可能会有一个向下修正的过程（建信）。展望后市，我们对于2450点以上的估值压力保持谨慎

策略分析师

朱俊春

(0755) 8249 2203

zhujc@lhq.com

销售支持 丁煜

(0755) 8249 2944

dingyu@lhq.com

(光大保德信)。当预期的收益已经达成,且看不清楚后面会怎么样的时候,采取谨慎的策略也是一种负责任的选择(华宝兴业)。依靠流动性和政策推动的市场反弹接近尾声(长信)。

■ 配置风向:

结合目前的估值水平,可以重点关注地产、汽车、银行(消费信贷增长受益)、保险、医疗,另外对新能源和环保也可保持关注(博时)。关注创投、新能源等主题类的投资机会(景顺长城)。适当提升周期性行业的配置,以分享经济回暖效应,同时,保持适当比例的固定收益配置以缓冲股市震荡风险(国投瑞银)。积极把握金融、可选消费、高端制造、资源及新能源等行业机会,并积极参与主题性投资,如产业和区域振兴等(银河)。投资的基本思路由投资拉动直接受益行业或板块开始向房地产、电信设备、高速宽带网建设、医改受益等消费行业转向(摩根士丹利华鑫)。基于对二季度的宏观经济和微观经济全面好转的判断,在行业配置上关注对经济敏感度高的周期性行业,包括:房地产行业、大宗商品、水泥、工程机械以及受益于股市走强的证券业等(国联安)。新能源、区域热点等都将获得进一步的挖掘和重整(东吴)。金融行业的估值溢价水平长期以来一直处于低端,就全市场而言具备相当的安全边际,它们与市场正在进行当中的风格转换也比较契合(建信)。银行等行业由于前期涨幅不大,但最先受益于经济提前复苏,将有望获得估值的回归(农银汇理)。

	主要观点
博时基金	增长方式转变下的投资机会 关注“大消费”概念 上周在G20伦敦峰会达成多项共识的积极消息和一些经济指标好于预期的利好推动下，美国道琼斯指数一周上涨3.1%。国内A股依然保持独立走势，小幅上涨1.91%。 美国经济触底，下半年复苏的几率大增：刚刚谢幕的G20伦敦峰会可谓成果突出，特别是其提出的今明两年经济刺激方案金额高达5万亿美元，可将全球经济产值提高4%；另一重大事件是美国会计准则委员会修改了逐日盯市准则，这有助于减少金融企业未来对资产进一步做减计拨备，减轻银行业资产负债表压力，会促进银行未来向实体经济发放更多的贷款，有助于信贷市场逐步恢复正常运作，进而推动实体经济复苏。当然，这次全球经济危机的深度是前所未有的，复苏的进程可能也会有反复，但结合目前美国的房地产、汽车业和制造业的经济指标有所回升，美国这次经济衰退最困难的时刻可能已经过去。但未来2-3年经济增长可能保持在较低的水平，主要是过去那种依靠美国过度消费拉动全球经济增长的模式难以为继，新的经济增长模式尚待确定。 关注中国经济增长方式转变下的投资机会，长期关注“大消费”概念股：这次危机将加快中国经济增长方式的转变，在欧美未来经济增长缓慢的背景下，过去以出口拉动经济发展的模式受到严重挑战，未来转向国内市场、扩大内需势在必行。除了基础设施建设，通过投资拉动更大范围的消费需求是具有现实意义的选择。以投资拉动消费或供给创造需求，是国内经济结构转型和增长的必然选择。一方面，通过投资和政策刺激拉动新能源、环保节能等产业的需求和发展，实现经济可持续发展；另一方面，通过政府投资、税收和其它一些制度变革，在医疗、教育、保险方面加大投资，健全社会保障和福利体系，解决百姓的后顾之忧，同时在消费信贷政策方面进一步深化，鼓励和促进百姓消费，减低储蓄。目前，我们看到一些积极的信息，比如保险业方面最近可能出台个人税收递延型养老保险计划，就将会极大促进养老险的需求；再比如未来在二套房贷款、汽车消费贷款方面可以实行优惠贷款利率。在具体行业选择上，结合目前的估值水平，可以重点关注地产、汽车、银行（消费信贷增长受益）、保险、医疗，另外对新能源和环保也可保持关注。
易方达基金	本周上证指数和深证成指涨幅分别为 1.91% 和 2.79%，成交量比上周稳中略升。市场整体保持强势，而且热点不断，但行业与个股之间的分化却日益显著。轮动、分化，从年初到现在，市场不断的向投资者展现着它的变换莫测，但任一时段，总有某些行业或者公司的股价走势体现出赚钱效应。可以预期，在充沛的流动性推动下，这样的市场还将持续。 从宏观角度而言，市场对于经济的预期正在大幅好转。出口方面，未来一段时间，我国出口环比可能仍将下降。但是从下降的幅度来看正在趋缓。因此从这个意义上来看，我国外需正在经历最坏的阶段。从内需来看，超常规的信贷投放经历6个月左右的时间窗口将逐渐对实体经

	济产生拉动，无论从工业增加值、固定资产投资增速、发电量等等指标而言，未来几个月国内经济呈现逐月复苏态势应属大概率事件。美联储的经济刺激计划仍在不断升级，动用1.15万亿美元购买债券直接导致了市场通胀预期的复苏。投资者对于目前货币体系的担忧与日俱增，美元指数虽仍处高位，但面临的压力却越来越大。目前低利率时期，政府大量印钞不可避免的引发通胀预期，财富选择实体资产避险是大概率事件，资源品的金融属性获将发挥主导作用。但下游的需求能否复苏却仍属未知，万一陷入恶性循环，经济将面临更大的风险。从这个角度而言，美国的经济刺激计划有点像钢丝上的舞蹈，政府既需要适当的通胀来刺激需求使得经济恢复，同时又要将通胀预期控制在合理的程度。“通胀”和“滞胀”的争论必将持续，但在预期刚刚启动时，资本市场短期在流动性推动下应该都会有不错的投资机会，从这个角度而言，我们似乎还是偏乐观，当然，很多股票的估值已经超过了我们的预期。
景顺长城	本周市场强势振荡，陆续有券商上调对市场评级。部分先行指标显示经济有好转迹象，近期房地产销售和汽车销量显示消费回暖迹象明显，3月份的发电量预计有望实现正增长。继1、2月信贷高增长后，3月份的信贷有消息传出继续保持高位。 本周公布的创业板消息，很快被市场消化，目前资金充裕状况下市场并没有太多担心创业板分流和大小非减持。截至4月2日沪深两市共826家上市公司披露年报，其中766家公司去年实现盈利，已披露年报公司较上年同期下降 5.86%，目前判断2008年上市公司业绩增长率为-10%左右，2009 年上市公司业绩尚不确定，但负增长的概率很大。我们对后市谨慎乐观，本轮行情的动力主要来自于政策刺激、资金面的宽松，经济减速下上市公司业绩并没有出现反转迹象，但目前看政策红利未尽，市场短期还会保持强势，我们关注创投、新能源等主题类的投资机会。
诺安基金	大盘创出新高，成交量维持在高位，市场的交投较活跃。分析近期利好因素，首先，一系列先行指标的回暖让投资者对经济好转产生了良好的预期，如 3 月的PMI 指数从 2 月的 49%继续升至 52.4%，已经连续四个月回升，汽车与房地产的销售止跌回升，产业的库存压力得到减缓，为经济反弹起到支撑作用；第二，流动性因素依然是推动行情延续的关键因素，随着成交量的放大，资金流动性更加充裕，而交投活跃度的上升不断推动着行情的延续；第三，国际各主要金融市场均出现较大幅度的反弹行情，为 A 股营造了较为平和的外部氛围。 影响市场的不利的因素有，随着市场的盘升，市场的估值压力将会越趋明显，同时，在指数创出新高后随着行情的延续，大盘的技术性调整压力也将显现。综合而言，预计近期行情有望继续冲高，与此同时震荡的压力也将增大。
国投瑞银	经济回暖趋势下关注周期性行业 本周，受市场流动性充裕（4 月份公开市场将有接近 8000 亿元的资金到期释放，整个二季度的资金到期量高达 1.91 万亿元）、创业板推出引发相关科技股估值提升、3 月份信贷规模超 2 月等积极消息的刺激，沪深股市连续第三周上涨。经济刺激计划已经显示出良好效果，宏观经济开始回暖开始被市场广泛认同，这为市场提供了信心基础。

	国际方面，4月2日，二十国集团（G20）峰会发布会在伦敦召开，会议作出决定：G20将向国际货币基金组织（IMF）和世界银行提供1万亿美元资金，以缓解各国流动性之急。各国携手应对世界金融、经济危机的努力正取得瞩目成果，此趋势将有利于使金融危机的蔓延逐步得到有效遏制，并推动世界经济早日复苏。 展望后市，经济提振计划的效应将加速释放，外部危机也可望逐步缓解，建议：适当提升周期性行业的配置，以分享经济回暖效应，同时，保持适当比例的固定收益配置以缓冲股市震荡风险。
银河基金	2009年是A股市场长期建仓好机会，二季度是本轮宏观经济调整的重要窗口期，美国经济能否企稳，次贷危机是否演绎第二波以及对欧洲经济的破坏力度，中国4万亿投资实效反应，中国房地产市场能否持续回暖等都是反映宏观经济未来走势预期的重要指标，也是最终确定中国经济V型、W型、U型走势重要依据。针对于宏观经济敏感期的特征，将在仓位控制上采取灵活策略，根据宏观经济数据情况，随时调整仓位，积极把握金融、可选消费、高端制造、资源及新能源等行业机会，并积极参与主题性投资，如产业和区域振兴等。
摩根士丹利华鑫	本周市场在众多利好消息的刺激下呈现震荡上行的走势。首先，反映实体经济的重要先行指标PMI在承接1、2月份连续上行走势后，3月份PMI已经进一步回升到了52.4%。当这一指数处在50%的水平上方时，意味着经济总体扩张。其中生产指数、新订单指数、新出口订单指数、积压订单指数、采购量指数、进口指数升势显著，由此显现经济有可能见底企稳的积极信号，给市场和投资者信心起到了提振的作用。其次，全球瞩目的G20峰会获得了超预期的结果，与会领导人就国际货币基金组织（IMF）增资和加强金融监管等全球携手应对金融经济危机议题达成多项共识，并同意为IMF和世界银行等多边金融机构提供总额1.1万亿美元资金，其中国际货币基金组织资金规模将扩大至现在的3倍，由2500亿美元增加到7500亿美元，以帮助陷入困境的国家。与此同时，IMF将增发2500亿美元特别提款权分配给各成员，以增强流动性，并向发展中穷国倾斜。此外，就市场而言，预期提升的推动力仍在显现，且范围不断扩大。从国内市场到海外市场，从政府投资到终端消费乃至到对出口相关类行业需求提升的预期，例如房地产成交量依旧呈现持续放量的态势，秦皇岛煤炭库存下降到445万吨，预期3月份我国主要港口吞吐量和集装箱吞吐量降幅趋缓等等。受上述各种利好因素的影响，本周市场成交量较上周稍有放大，上证指数上涨1.91%，沪深300上涨2.86%，金融、采掘、信息设备涨幅居前，前期涨幅较多的有色金属出现了回调。从中万风格指数表现来看，小盘指数表现强劲，周内涨幅高达6.34%。 从已经过去的一季度数据显示国内实体经济仍然继续探底，工业增加值增速大幅度放缓，进出口名义增速双双下降，企业盈利能力继续下滑，产能过剩和需求萎缩的矛盾表现依然突出。我们预计二季度经济基本面的形势依然不容乐观，但是，在政策刺激和流动性充裕的背景下，我们认为二季度资本市场估值中枢下移的风险不大，投资的基本思路由投资拉动直接受益行业或

	板块开始向房地产、电信设备、高速宽带网建设、医改受益等消费行业转向，投资策略上注重行业与主题投资的有机结合，重点在新材料、新能源设备及部件、环保节能、医药及医疗保健、教育、精细化工、电信及服务、信息服务、水电、金融、金融服务、军工、高科技装备制造等领域发掘长期可信赖的资产。
国 联 安 基 金	受益于全球扩张性货币政策和财政政策刺激，全球实体经济出现微弱的转暖信号，本次金融危机导火索美国房地产业呈现构筑底部的迹象。在政府投资强力拉动下，2009年中国经济有望呈现逐季环比回升的“V”型反弹格局。 4月2日，中国物流与采购联合会联合公布，3月制造业采购经理人指数（PMI）为52.4，半年来首次重返“扩张”区域，已经是自去年11月低点来的连续四个月上升。生产指数和新订单指数升幅比较显著，并且连续两个月处在50以上。说明经济的去库存化已经接近尾声，中国经济在缓慢复苏。 另外，就外围环境来看，全球主要经济体相继推出“量化宽松”的货币政策，长期来看将引发通胀的压力。基于对二季度的宏观经济和微观经济全面好转的判断，在行业配置上关注对经济敏感度高的周期性行业，包括：房地产行业、大宗商品、水泥、工程机械以及受益于股市走强的证券业等。
东 吴 基 金	依然谨慎看多 我们认为市场可以继续谨慎看多，一方面显示了投资者对中国政府提振经济的巨大信心，另一方面也反映了在流动性充裕的情况下，A股本身内在做多热情有多高。其实不单单周二，自年初以来大盘逆全球股市而动背后反映了深刻的基本面逻辑。 首先，在G20峰会即将召开，各国都已经准备了更大规模的财政刺激计划，日本正在制定一个新的经济刺激计划，以便帮助日本经济摆脱战后以来最为严重的衰退。日本财政大臣表示，将确保信贷在经济中顺畅流动，提振需求以维持就业，加强社会保障体系。相信在峰会期间各国领导人将透露更多的利好消息。而从美股大跌的情况看，美国的各种数据，包括住宅、制造业等数据都在好转，而通用汽车被政府勒令整改只是美国在救治计划中的博弈而已。 其次，中国本身在推出一系列有利于经济复苏的计划。继上周的太阳能建筑的财政补贴计划出台，市场又盛传对节能建筑补贴会提到议事日程。而创业板IPO的启程更加说明做多力量强劲，也进一步属于正面刺激，资本市场需要更多的优质企业加入以迎合偏好成长型的投资者，也从侧面提示投资者，IPO前后大盘将保持稳定的状态。而之前资金分流的担忧昨日似乎已经被创业板吸引了更多资金的热情所取代。 第三，从宏观数据而言。3月信贷可能再度超出预期，理由可能各种各样，但是根据观察，目前票据融资利率处于低位，因此票据融资热情短期难以消退；而4万亿元投资开始启动，正常的基建贷款不会减少；伴随企业经营活动的复苏，也需要补充正常信贷资金。4月1日公布的PMI指数比较关键，在去年11月达到40.9的低位后，PMI在随后连续三个月出现反弹，

	2 月为 45.1, 虽然仍处于萎缩状态, 但市场视其为经济活动企稳的信号。我们认为, 3 月份MI 是经济企稳的试金石, 当然如果能够接近 50, 也是相当不错的, 说明仍在恢复之中。最后的数据显示 PMI 指数全面回升。 近期市场有很多兴奋点, 热点也在逐步扩散和深化。除之前的新能源板块外, 券商、保险等板块也加入了活跃的阵营。上海个人延税养老金试点取得进展, 目前保监局已与税务总局达成协议, 试点可能很快就出台, 但延税比例(占工资比例)及金额暂未确定。而位于上海金融中心的太保首先涨停, 其他保险股票也取得不俗表现。 我们认为, 在全球性新一轮经济刺激的背景下, A 股走强为大概率事件。而国内宏观经济数据将超越市场预期, 重新点燃做多的情绪。而市场并不缺少主题和资金, 新能源、区域热点等都将获得进一步的挖掘和重整。
南方基金	G20 峰会提振信心 全球股市持续反弹 上周金融股领涨, A 股震荡上扬, 显著收高。保监会将出台保险投资新政、3 月信贷数据可能大幅超出预期, 以及创业板管理办法推出的消息分别刺激保险、银行、券商板块走好, 带动沪深两市连续第三周上扬。全周来看, 上证指数上涨 1.9%至 2,420 点, 深证成指上涨8%至9,245 点。 上周在伦敦召开的 G20峰会无疑是全球投资者关注的焦点。本次 G20 峰会就加强金融监管与 IMF 危机处理资源等议题达成多项共识, 尤其是中国的积极参与, 为对抗战后最严重衰退打下基础。G20 伦敦金融峰会 2 日结束, 会议并没有落实新一轮的财政刺激, 但就加强金融监管等议题达成多项共识, 包括同意对具有系统性影响的金融机构和产品实施监管, 并首次把对冲基金列入金融监管之下, 且对拒不合作的“避税天堂”实施制裁。G20 同意增加对 F 提供资金的规模, 由目前的 2,500 亿美元扩大至 7,500 亿美元, 以帮助陷入经济困境的国家。此外, 新兴经济体和发展中国家将被赋予更大的发言权, 意味着中国在国际舞台中的地位将进一步提升。 值得注意的是, 当前经济形势也确实呈现出越来越多的好转迹象。3 月全国制造业采购经理 PMI 指数为 52.4, 环比上升 3.4%, 为该指数近 6 个月来首次扩张。该指数从 2008 年月起连个月回升, 近6 个月来首次回升到标志经济收缩与扩张的临界点 50 上方, 显示经济活动在逐渐回暖。资金方面, 市场预期 3 月份新增贷款将达到 1.3 万亿, 大幅超出市场之前的预期, 显示央行执行宽松货币政策的决心很大, 未来流动性充裕的局面依然未变。 总体来看, 相对于年初, 当前宏观经济环比改善的确定性显著加强, 市场流动性依然保持充裕, 众所周知, 流动性早已成为近期推动市场乐观情绪的重要因素。
长城基金	流动性与经济增长 从经济层面看, 目前我们面对一些不确定的因素, 也面对一些相对确定的因素。 外部经济环境具有不确定性, 美国金融危机存在第二波的可能, 世界经济也面临东欧危机的考验;

金	国内来看，出口的继续低迷是相对确定的，内需中的消费也将回落；投资来看，政府主导的投资短期将拉动内需，然而目前是否能弥补私人投资的下滑也是不确定的。此外，相对确定的还有目前市场流动性的充裕。 流动性和经济增长的关系存在争议。理论上，货币主义中的货币中性论似乎更加流行，而实证上，货币又似乎是经济增长的领先指标。这里无意介入货币主义和凯恩斯主义之争，货币相对经济增长的先行也不必然说明两者的因果关系，然而流动性的充裕和贷款的快速增长的确是经济复苏的必要而非充分条件。数据上看，08年12月份人民币贷款新增7718亿元，同比多增7233亿元；09年1、2月份人民币贷款增加1.62万亿元和1.07万亿元。 无论是从银行资产负债表来看，还是从货币创造的机制来看，贷款的增长与货币长期必然趋向一致。从实证来看，流动性的确对经济有领先的意义，尤其是对名义GDP的增长。然而也存在流动性充裕，但是主要体现在价格上涨而实际GDP并无明显增长的期间，如02-03年；也存在货币增速还在高位，但是无论是名义还是实际GDP增长都大幅下滑的期间，如08年。前者似乎是货币主义论断的体现，货币增长转化为价格的上涨而对实体经济是中性的；后者更象是货币创造机制由于贷款增速的下滑而没有正常运转。 M1是更好的经济风向标。经济增长毕竟是微观主体经济活动的体现，而企业的活期存款较好的描述了企业的经济活动。实证来看，M1的增长与经济增长的相关性要更高，M1增速的上升往往意味着随后经济增长的上升，尽管经济仍然可能在上升之后继而滑落，如99年。目前来看，M1增速在2月份有所反弹，然而这里有着春节的因素。历年春节月份企业活期存款都大幅减少，因此春节月份错位使得M1的2月增速有所高估。因此，目前M1还是处于筑底的过程。然而贷款的快速增长必然将传导至M1中，而M1增速回升将意味着随后经济的反弹。 实证来看，M1与M2缺口对经济增长有一定的解释力。从2月份公布的经济数据来看，M1和M2的增速缺口有所缩窄，然而这里不得不再次考虑春节因素。由于企业活期存款在春节期间明显减少，使得09年M1的同比数据1月份低估，而2月份是高估的。因此，2月份数据表现出来的货币缺口缩窄并没有足够的说服力。事实上，1-2月份M1的同比增长应该介于1月和2月的数据之间，因此相比08年12月，货币缺口实际上还是扩大的。M1与M2缺口扩大有很多种解释：企业存款定期化，这在流动性充裕的背景下使得企业有套利的可能；货币向居民转移，如奖金、应付工资的发放等；企业经营绩效和利润下滑（体现在M1）。前两者是短期现象，最后者更有参考意义，这也是强调M1与经济增长相关的原因之一。因此，M1与M2缺口的缩窄，对经济增长有着重要的意义。存贷款的缺口也提供了另外一个思考的角度。贷款相对于存款的快速增长（缺口减少）为经济注入了流动性，这也是经济复苏的前提。 目前来看，经济层面的流动性供给是很宽裕的，主要体现在贷款和广义货币的快速增长。其他流动性的来源，如到期的央票和正回购、贸易顺差和FDI，都是已经纳入央行货币政策考虑的参数，必然通过货币市场的公开操作来平滑，因此意义不大。最重要的是，目前国内外的经
---	--

	济环境下，流动性的适度宽裕是政策导向，短期内不可扭转。然而目前的问题是，流动性的充裕究竟有多少真正流入到实体经济中？这不仅仅是研究宏观经济需要解读的问题，也是投资策略上不得不回答的问题。 回答这个问题的一个角度是从M1与M1/M2缺口来看。如前所述，M1 与货币缺口是经济很好的指标。目前来看，反映企业盈利和活力的M1增速还在低位，货币缺口也还在扩大。因此快速增长的贷款与广义货币目前还没有完全流入实体经济。另一个思考的角度来自于对贷款结构的分析。目前的新增贷款中，依然是以短期融资和票据融资为主，说明企业流动性需求要高于投资需求。尽管这也是银行、企业和政府三方博弈下的一种合理结果，但票据和短期贷款的高比例使得未来贷款增长将承受压力，对经济的提振也是有限。未来几个月内，贷款增长将逐步回稳，数量上必然下降，然后结构的变化更值得关注，流动性向实体经济传导机制是否通畅取决于贷款增长质量的提高。
建信基金	我们认为，市场目前仍然有继续向上的空间，但是随着一季度两大驱动因素——流动性和宏观经济改善驱动力的减弱，二季度市场从目前位置继续上行的空间会比较有限，这也是长期以来A股估值的中枢水平，预计实现这一目标更多地是由前述两大因素的惯性所致。 同样是基于对流动性和宏观经济改善驱动力的减弱因素的考虑，我们认为，A股在宏观经济方面的预期兑现、并且流动性边际变化上的改变明朗之后，在二季度后期可能会有一个向下修正的过程。不过从空间来看，在二季度内，如果流动性没有超预期变差（例如，重新对贷款加以控制，使新增贷款超预期萎缩），二月份调整的低点区域仍有比较坚强的支撑力。如果出现超预期因素导致这一区域被跌穿，那么去年 12月中旬以后形成的盘整区域也会提供坚强支撑。 未来市场中存在的投资机会 目前金融行业的估值溢价水平长期以来一直处于低端，就全市场而言具备相当的安全边际，而从市值角度看，它们与市场正在进行当中的风格转换也比较契合。 刚需释放下的房地产回暖在旺季到来时预计还可以持续。而房地产的回暖对其相关的一些行业，例如家电等，也会产生带动作用。对于一些传统的稳定类行业，我们认为，在市场系统性风险逐渐提升的过程中，其防御价值仍然比较明显，尤其是在一季报预计很多行业出现负增长的情况下，这部分行业的稳定增长就更显得可贵。
泰达荷银	短期市场走势仍谨慎乐观 市场上周创出新高，成交持续活跃，但邻近年报公布截止期，股指创出新高后对于市场参与者仍然形成心理压力，多空的分歧依然存在，市场需要一个巩固震荡的过程。但鉴于信贷投放宽松，G20峰会后全球经济及市场信心有所恢复，我们对短期市场走势仍谨慎乐观。
农银	期待市场悲观预期提前修正 上周的A股市场继续放量上涨，外围市场情绪则在一系列利好消息下不断振奋。目前的市场

汇理	处于好坏数据交织出现的境地：坏消息方面，美国国会对美国银行和汽车救助方面的阻力继续制造一系列坏消息；好的数据则包括日本韩国制造业指数反弹（日本钢铁公司和汽车公司宣布将提高产能利用率进入补库存阶段）、美国达拉斯联储制造业指数反弹（之前里奇蒙德联储类似数据业已反弹），英国和美国消费者信心好转。 因此，市场的信心和超跌反弹是本轮上涨的主要动力，我们期待外需提前企稳所带来的市场悲观预期的提前修正。在此情况下，银行等行业由于前期涨幅不大，但最先受益于经济提前复苏，将有望获得估值的回归。
国泰基金	在金融、地产等权重蓝筹股的合力推动下，本周沪深两市继续震荡攀升，上证指数突破 2402 点的前期高点，但市场结构分化明显，在指数创新高的同时，相当部分个股出现下跌，指数与个股形成背离是成为本周市场的重要特征。目前市场做多信心比较坚决，但是追涨热情并不高，逢低承接资金则比较积极，市场已形成“买跌卖涨、高抛低吸”的投机性做多思维，本周每日成交量不断递增但大盘涨幅不大，就说明了这一点。 本周大盘在创出反弹新高后，虽然周五 G20 峰会达成 1.1 万亿美元的拯救计划和国内 PMI 已连续四个月回升等利好相继传出，但是大盘走势出现明显的疲态，热点分化，二八现象严重，放量却不大涨，量价出现背离。因此，后市大盘的上升通道是否被破坏，金融板块为主的蓝筹股是否温和启动并稳步上扬，日成交额能否保持在 1500 亿左右，是应重点关注的指标。大盘短期内仍可谨慎看多，反复宽幅波动或成为 A 股市场未来一段时间的常态，目前处于底部抬高的弹升过程中。从目前观察底部承接颇为有力，具有一定的安全性，但目前量价背离状况越来越严重，由此判断股指进一步上涨有较大难度，建议谨慎操作。
光大保德信	上周市场继续上行，主要受到国内外各类数据的刺激以及对于 G20 峰会的乐观预期影响。全周上证综指上涨 1.91%，振幅 6.64%，成交金额上升 3%；沪深 300 指数单周上涨 2.86%，振幅 7.56%。成交金额上升 1.9%，显示震荡有所加大。 因前期库存消化情况良好，3 月工业生产数据会有一定反弹，但是产能利用率仍旧是低位水准，阴气企业盈利难以恢复。民间消费方面，社会消费品零售总额比较高，但数据与实际消费有偏差，存在一定程度高估，与实际背离。出口目前看很差，预计下半年要好于上半年；而进口情况比出口略好，经济刺激计划会导致进口增加。顺差增速预计下半年会逐级下滑。民间投资趋势向下，但政府投资会对民间投资的趋势产生扰动。预计下半年经济有可能再度下探，消费、民间投资后续跟不上，一旦二季度开始政府投资下降，经济数据就会下行。 上周一个乐观数据是国内 PMI 回升到 52%，但是另一个口径里昂证券的 PMI 却是掉头向下到 44%，因此，目前国内的宏观情势的确有点纷乱，体现复苏初期数据好坏交错的特点。 年初过来的乐观预期的基础是信贷宽松的支持，但是目前最新传闻的 3 月信贷增长已经高达 1.3 万亿，这样的话第一季度的信贷投放就将接近 4 万亿，M2 的目标已经偏离年初政府制定的目标较大，后续值得担忧。而且目前票据占比仍旧极大，这里面有信贷空转的成分，一定

	程度上体现商业银行资产运用的压力，未必能够实现信贷资金流入实体经济的良好愿望，因此，后续流动性政策的变化风险将是未来市场面临最大风险。再加上国际市场上美联储实施数量宽松政策，刺激了市场的通胀预期。不过对于仅仅建立在货币因素上的通胀预期，我们总觉得心里会不够踏实。 上周另一件大事是国内在多年准备后终于推出创业板管理办法，意味着五一以后创业板将进入实质启动，中国证监会副主席说预计 8 月可能可以看见企业上市，对市场创投概念股有较大刺激，而且由于创业板单个企业融资规模很小，因此总体对于市场供求影响不大。 展望后市，我们对于 2450 点以上的估值压力保持谨慎。
华 宝 兴 业	绝对收益策略 今年年初，业内投资者普遍预期 2009 年应该是一个振荡波动的市场，都希望做到全年百分之十几到二十的绝对收益就心满意足了。然而，行情的演绎却超出市场的普遍预期，年初至今的短短三个月时间，沪深 300 指数累计已经上涨 37.4%，中间虽然有几波小的调整，但整体呈现趋势向上的走势。作为市场主力的公募基金，无论股票型，还是配置型基金，其净值增长率也已普遍超过 20%。 如果大家还是按照年初的预期，那么目前的收益也许早该落袋为安。但市场的预期也在不断变化。行情一路凯歌，市场上认为经济已经反转的呼声也随之高亢，唱多的乐观主张和原先看空的悲观论调在难以捉摸的市场行情下搭起擂台，各执一词。 从目前的经济基本面来看，的确有很多不确定的因素：四万亿对基建、民生、节能等领域有很大的投资拉动，但地产等其他一些行业的投资下滑也同样在所难免；钢铁等周期类产品的价格经历前期的库存回补后，短期价格趋势又掉头向下，说明需求还是没有持续好转；消费市场目前还是比较疲软，需要进一步的政策刺激；出口可能是未来几个月内最大的不确定因素，短期受全球经济影响也难见明显改善。因此短期来看，股市大幅上涨的经济基础并不确立。 人们总想使出浑身解术预知未来，然而预测市场走势又是何其之难，尤其是在经济基本面趋势不明朗的形势下。这让我想起了我们公司的投资理念“恪守投资边界，策略胜过预测”。市场难以准确预测，策略比预测更重要；针对市场的不同特点，我们需要制定相应有效投资策略。实践也证明了坚持既定的有效投资策略要比预测更重要。有效的策略从统计上解释就是遵从一个大概率事件，因此既然是大概率事件，其成功的要素首先是要坚持。 单纯从投资目的来看，可以分为追求绝对收益和追求相对收益两种策略。市场衡量基金业绩普遍以相对收益为目标。我们认为，在特定的市场条件下，不妨尝试将绝对收益作为目标，尤其是对于仓位变化比较灵活的配置基金，在不确定的市场中，也许追求绝对收益也是一个稳妥的策略。 追求绝对收益的策略本质上讲就是低买高卖，而高和低的标准取决于投资者对股票价值的判断。当预期的收益已经达成，且看不清楚后面会怎么样的时候，采取谨慎的策略也是一种负责

	任的选择。
中海基金	进入战略相持阶段 在目前的位置投资者的分歧再次增大，如果能够把目光放得更远，那么很多问题都可以迎刃而解。首先，战略是看多还是看空哪？这个问题很容易回答，看多。目前可以确认的是 2008 年四季度就是一个低点，随后经济是一个逐步回暖的过程，值得注意的是经济的回暖和企业一样，有一个去库存化，开工率上升，再次有库存，再去库存化的过程，但有一点可以确定就是每次的低点都是逐步上升。我们看先行指标中的发电量、PMI 可以更明显的发现这一点。所以股市也将随同经济螺旋式的上升。其次，在战略上看多以后，战术的选择成为了另一个问题。既然战略看多，那选择合适的时机买入是一个重要选择，可以关注的一个简单指标就是估值。2008、2009 年上市公司业绩的下降是一个大概率事件，因此将抑制股市快速上涨的幅度，毕竟每次公布业绩，对投资者信心短期都是一个负面的影响。如果从估值的角度，15-18 倍是一个相对安全的动态 PE，20-25 倍是一个相对较高的 PE，投资者并没有必要过于乐观和悲观，也没有必要过于趋势性的操作，在今年耐心是非常重要的。我们再谈一个经济层面的话题，实际上回顾去年下半年的经济和股市，基本上在经济阶段最悲观的时候是一个战术买点，而在最乐观的时候是一个战术卖点，其核心原理是经济的趋势是一个缓慢的过程，在政府的推动下，经济越差，扶持政策将越好，而反之，政策可能处于等待中，我们在房地产市场也明显看到了这一点。
长信基金	关注企业盈利是否回暖 企业盈利是否回暖将成为决定后市走向的首要因素。从驱动力来说，目前市场推动力主要来自于流动性和政策预期。从流动性来看，关键要看人们对未来流动性的预期。三月信贷达到 1.3 万亿，从绝对数量来看可观，但是未必会被市场理解为利好。2009 年前三个月已经释放了 4 万亿流动性，而 2008 年全年也就释放了 4.9 万亿。从这个角度来说，货币监管部门的压力是很大的，因为货币多发可能造成两个不良的后果：一个是未来坏帐率上升，一个是未来的通货膨胀。而承担坏帐上升压力的主要是银监会和央行，承担通货膨胀压力的主要是央行。从政策来看，流动性方面很难再有超预期的东西。刺激投资的规模已经很大，再加大力度的边际贡献已经很小。而类似医疗和社保等旨在打开消费空间的政策则不可能在短期内拉动 GDP。综合而言，依靠流动性和政策推动的市场反弹接近尾声。 经典的投资理论说到，在经济底部的市场反弹基本分成两个阶段，先是估值反弹，后是 EPS（每股收益）回升。此轮市场明显是估值的反弹，而估值反弹的动力正是来自流动性和政策预期。目前这两个因素减弱，下一步就要看盈利是否会真的回暖，这将成为未来几个月市场关注的焦点。

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。