

每周基金视野:

修正预期, 等待更明确的政策信号和经济数据

基金研究员

冶小梅

(0755) 82493609

yexm@lhq.com

远虑一致, 更多超预期的因素短期难现

在如此动荡的经济环境中, 要准确判断经济恢复的方式很难。预期不可太乐观, 也不能太悲观(易方达/博时)。美国经济虽可能在三季度触底回升, 但其真正的复苏之路仍然较长(景顺长城)。发达经济体过往储蓄率偏低, 生产可能性边际没有实质性扩张, 过多的当前消费必然消耗未来消费能力。由于缺乏长期经济增长动力, 中国经济无法二次加速, 而政府投资和房地产投资的可持续性不强。从更长的视角看, 市场难以给予更高的估值空间(融通)。目前地产商库存压力小, 手上资金充裕, 更可能选择减少开工, 维持高价, 缓慢出货。在财政刺激边际效应减弱的同时, 私人部门投资恢复速度很可能低于预期; 今年汽车以及地产相关领域消费增长带动消费增速超出预期, 其中政策刺激起到了决定性作用。今年的汽车销量不但消化了去年被压抑的需求, 而且在一定程度上透支了未来, 政策退出之际也就是行业调整之时(博时)。如果明年的信贷增长在 8 万亿以下, GDP 的增长估计是不可能完成的任务。但是 8 万亿本身, 确实令人咂舌。政策性的风险是中国股市此时最大的风险。需要冷静地思考未来中国经济增长的引擎——是科技创新、产业结构转移、低碳经济、新能源, 还是其他(华宝兴业)。偏暖政策更多是为了保证市场在国庆前的平稳, 国庆后这些政策有可能再度收紧(银华)。由于政府主导的投资难以高位持续, 外需依然不振, 内需启动受制于就业率下滑、社保水平不高、住房教育支出过大等因素, 经济增长模式的转型难以一蹴而就(东方)。未来流动性趋紧使得估值扩张的难度加大, 而业绩增长的预期较为乐观, 但是更多超预期的迹象短期难以看到(景顺长城/兴业全球/光大保德信)。如果上市公司整体业绩要出现超预期增长, 在固定资产投资增速已经很高的背景下, 则需要以 PPI 为代表的生产资料价格指数在未来 6 个月要大幅上涨, 而且出口复苏大幅好于预期(交银施罗德)。市场需要时间等待更明确的政策信号和更有说服力的经济数据(国海富兰克林/交银施罗德/银华/兴业全球)。要预测三季报数据到底会如何还比较难, 稳妥的方式就是静观其变, 国泰金马的仓位控制在 75% 左右, 持仓结构偏向防御(国泰)。接下来仍会保持谨慎, 不排除指数反弹后继续下跌的可能(兴业全球)。

近期无忧, 9 月房地产数据或能再度提振信心

只有在就业水平重新回升之后, 各国协调一致的退出机制才有可能获得实施, 在全球范围内经济刺激政策短期还不会有大变化(光大保德信)。而由于国庆维稳的需求, 国内出台利空政策的可能性很小(上投摩根/银河)。经济出现二次探底的风险至少在短期内是较小的, 在一到两年内, 我国完全具备这种保增长的能力。我国的刺激政策提前于全球退出的可能性也是相当低的, 如果房地产开发投资无法启动, 就意味着政府必须继续加强财政刺激来保持经济的增长, 如果房地产投资启动, 政府可以相机抉择适当降低刺激力度。房地产投资的活跃和房价的上涨可能是必须面对的(国海富兰克林)。房地产投资和出口将为四季度及明年经济增长提供坚强后盾(诺德)。如果 9 月份房地产新开工面积、销售数据等出炉的指标较强劲, 能再度提振市场的信心(华安)。我们判断 9、10 月经济继续向好的局面仍将持续, 银行融资、资本充足率及次级债等问题短期内无法实施, 证监会无法忍受股市的快速下跌而融资节奏或将放缓(申万巴黎)。经济基本面的回暖是确定的, 我们更需要更多是耐心(天弘)。未来 GDP

增速有望逐季抬高（长城基金），预计在今年第四季度经济可能会超预期回升，宏观经济由复苏进入过热阶段。市场将在超预期的宏观数据引领下进入触底回升第二阶段，有望在 3000 点为中轴的上方强势运行（民生加银）。A 股上市公司盈利增长与盈利能力恢复并回归到历史平均水平，加上整体估值水平偏低，市场仍处在向上的大趋势中（南方）。温和震荡上扬将是未来市场的主基调（长城基金/中海/诺安），我们还将保持略高的仓位（大成）。

明确增长预期的行业是配置方向

在内外经济弱势均衡下，市场可能一改过往一年多来从上至下进行行业轮动的风格，更多会从细分行业和公司层面找寻确定性的投资机会（融通），具有明确增长预期的行业将是未来配置的重点，主要关注医药、建材、食品饮料、汽车、煤炭等行业，并选择价值型行业进行投资（华安）。配置重点将从房地产、能源、金融等行业，转向较明确业绩保障和业绩成长型的行业，如食品、饮料、商贸零售、电力设备等，尽量回避有色等估值较高、盈利能力模糊、周期性强的行业，如钢铁（国海富兰克林）。下一阶段需要重视防御性，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，以及受益于外需恢复的行业（建信）。更多地关注业绩和企业的成长性，在权衡安全边际的情况下，寻找具有内生性增长的企业（农银汇理）。行业上积极关注采掘、家电、食品饮料、医药、金融（银行、保险）和商业贸易，风格配置侧重大盘蓝筹股（汇添富）。如果经济不出现大的问题的话，目前位置金融股机遇大于风险；医药股属于增长较为确定的品种，随着今后国内老龄化的趋势日益明显，医药行业长线存在较大空间（兴业全球）。在防御类非周期性行业略为超配，选股思路集中在业绩能够真实体现、乐观预期能够兑现的公司。我们对银行、地产、煤炭、钢铁、有色等周期性强的行业维持中性看法。看好受益于内需增长，特别是消费稳定增长的行业，如终端消费品、医药、商业零售、通讯设备等；会积极关注家电、电子、纺织服装等受益于全球经济贸易复苏的行业及个股（景顺长城）。出口只是阶段性行业配置选择，未来 3 年内中国出口前景堪忧，与邻为壑的贸易保护主义是各国在经济衰退背景下的自私的、次优的选择，未来贸易摩擦持续升级（万家）。关注房地产及上下游产业链的行业性机会，如煤炭、钢铁、化工、家电等，其次看好前期滞涨的板块，如农业、医药、电力、金融等（民生加银）。继续高配具备估值优势的房地产业、银行业的同时，适当增配资源类股票，如采掘，有色（国投瑞银）。美元贬值，带来非美货币、大宗商品等风险资产的升值，也带来相关周期性行业的投资机会，同时还有经济复苏带来的需求要求，所以建议介入周期性行业，享受本轮经济复苏过程中的第二顿盛宴（东吴）。四季度为完成全年的工作任务，相当多的企业都将面临“突进式”重组，并购重组类的投资机会值得关注（诺安）。将适度改变 2009 年上半年持股待涨的投资策略，加大交易力度，利用市场的波动获取超额收益（长城基金）。

目 录

博时基金——不可太乐观, 也不能太悲观.....	4
兴业全球——保持谨慎, 不排除反弹后继续下跌的可能	4
融通基金——更长的视角看, 市场难以给予更高的估值空间	5
银华基金——仍有理由对经济复苏的持续性怀疑	5
景顺长城——市场缺乏新的明显的催化剂.....	6
华安基金——具有明确增长预期的行业是配置重点	6
华宝兴业——未来中国经济增长的引擎在哪里?	7
交银施罗德——市场预期与相反法则	8
易方达基金——过于乐观或过于悲观都会和事实偏差大	9
富国基金——宏观经济政策“微调”	9
南方基金——市场仍处在向上的大趋势中.....	9
国泰基金——静待 10 月份开始陆续公布的三季报数据.....	10
东吴基金——介入周期性行业, 享受经济复苏的第二顿盛宴	10
民生加银——第四季度经济可能会超预期回升.....	11
建信基金——估值在结构上的问题也被总量所掩盖	11
万家基金——出口只是阶段性配置, 未来 3 年出口前景堪忧	11
摩根史丹利华鑫——经济二次探底的概率越来越小	12
上投摩根——经济复苏的大趋势不变, 但过程仍可能较曲折	12
信诚基金——3000 上方套牢沉重, 大盘向上的空间不大.....	12
申万巴黎——9 月 A 股市场将震荡向上	12
光大保德信——更多超预期的迹象短期难以看到	12
国投瑞银——关注估值优势及资源类以待强市.....	13
国海富兰克林——房地产投资活跃和房价上涨是必须面对的	13
中海基金——市场还能继续温和上涨	14
汇添富基金——风格配置侧重大盘蓝筹股.....	14
农银汇理——寻找具有内生性增长的企业.....	14
大成基金——关注房地产的销售、投资以及出口数据.....	15
诺安基金——并购重组类的投资机会值得关注.....	15
长城基金——温和震荡上扬将是未来市场的主基调	15
诺德基金——房地产投资和出口将为经济增长提供坚强后盾	16
益民基金——这波是政策加技术主导的超跌反弹行情.....	16
东方基金——经济增长模式的转型难以一蹴而就	17
天治基金——经济明年上半年可能进入过热阶段	17
天弘基金——经济基本面的回暖是确定的, 我们需要耐心.....	17
浦银安盛——可以通过其它投资者的一致预期做决策.....	18
泰达荷银——个股的个性机会将逐步显现	18
银河基金——维稳基调下, 股市有望保持温和的上升格局.....	18

博时基金——不可太乐观，也不能太悲观

博时策略灵活配置：在四中全会召开之前，上周五发布的最新数据显示，随着政府投资持续为增长提供动力，银行扩大放贷，中国经济在 8 月份加速复苏，其中银行信贷数据及房地产新开工项目均超越预期；温总理也公开表示对完成全年经济增长目标有信心；但同时我们对新房的销售的下降、以及甲流的快速蔓延等也比较担心。上周重要的事件之一就是黄金再次突破 1000 美元，金价之前对每盎司 1000 美元的突破往往都很短暂，所以大家都还在密切关注其未来动向。基本面方面，世界最大的黄金生产商巴里克黄金公司(Barrick Gold Corporation)宣布，计划筹集最多 35 亿美元现金，用于平掉其黄金套期保值仓位。据巴里克第二季度财报显示，该公司需要买进 540 万盎司（或 168 吨）黄金，才能完全平掉其套保仓位。格林斯潘说，黄金价格上涨是“an indication of a very early stage of an endeavor to move away from paper currencies”（努力摆脱纸币体系的早期阶段的信号），当然他的讲话也影响金价。另外，**市场也很关注中国对黄金的需求。我们同样保持关注的还有近期几只重组股复牌后的惊人收益。**创业板发行在即，请允许我引用一下中国社科院金融所金融市场研究室副主任尹中立先生的建议：**希望创业板的公司不能改变主业及不能重组。更多的上市公司自然退市或破产对资本市场意义更重大，这可能才是真正对资本的善待。以前有“鸟笼经济”的提法，现在的资本市场也隐约看到笼子的影子，短期内从这个角度上观察思考，股票市场可能不可太乐观，也不能太悲观。**

博时新兴成长基金：现阶段我们对市场仍然持谨慎态度。尽管市场前期大幅下跌，估值水平快速回落，但经济前景不确定性增加仍然让我们心存疑虑。**7、8 月份地产成交量大幅下滑，行业淡季、供应量不足固然是部分原因，但我们认为房价上涨过快、信贷政策调整才是交易量大幅下滑的主要原因。与上一轮地产行业调整不同，目前地产商库存压力不大，手上资金充裕，因此更可能选择减少开工，维持高价，缓慢出货。因此，在财政刺激边际效应减弱的同时，私人部门投资恢复速度很可能低于我们此前预期。**在消费方面，今年汽车以及地产相关领域消费增长带动消费增速超出预期，其中政策刺激起到了决定性作用。购置税减半、养路费取消、以旧换新补贴等政策推动汽车销量屡创新高，**今年的汽车销量不但消化了去年被压抑的需求，而且在一定程度上透支了未来，政策退出之际也就是行业调整之时。**相对可以乐观一点的地方在于出口，美国房屋销售已经有所改善，汽车等耐用消费品销售也呈现改善迹象，欧洲二季度经济数据也明显好于预期，我国出口未来估计会持续改善，不过，改善的程度以及对经济的拉动作用仍然需要时间进行观察。总体而言，**我们认为现阶段经济前景不确定性增加，而且政府政策调整难度加大，建议投资者短期内注意控制风险。我们会进一步提高组合的防御性（2009-09-07）。**

兴业全球——保持谨慎，不排除反弹后继续下跌的可能

今年的行情主要的推动因素是流动性、政策利好、经济复苏预期、08 年市场暴跌后的内在反弹动力，很难说哪个因素最重要，目前这些因素都有所弱化，**需要有进一步超预期的因素出现才可能支撑股指继续向上。**公布的 8 月经济数据有所超

预期, 但之前已经在股价中有所反映, 经济回暖的趋势应该还是比较明显的, 但并不一定意味着目前仍是加仓的时机, 目前的上涨更多的是对 8 月份急跌的修复。流动性的收缩是趋势, 而一旦通胀起来, 货币收缩的速度可能会加快, 此外股票 IPO 和再融资的数量巨大, 靠流动性推升的行情应该已经结束了, 而业绩改善带来的机会需要时间印证, 所以股市会有反复。最近我们一直在做结构调整, 也适当提升了仓位参与反弹。我们主要是增加了一些进攻性板块的配置比例, 减少了一些防御品种。金融股经过前期的大跌后, 估值已经具有明显的相对优势, 如果经济不出现大的问题的话, 目前位置金融股机遇大于风险。医药股属于增长较为确定的品种, 如果以动态的眼光来看, 明后年的估值也不是很高了, 而且随着今后国内老龄化的趋势日益明显, 医药行业长线存在较大空间, 有些医药股是值得长期持有的。对航运股不是很看好, 外需的复苏不会像大家想象的那么快, 而干散货运输与国内钢铁行业息息相关, 而且国际上船只的供需状况不是很乐观。目前我们基金仓位相对不高, 接下来我们仍会保持谨慎, 不排除指数反弹后继续下跌的可能。

融通基金——更长的视角看, 市场难以给予更高的估值空间

政府投资和宽松货币政策平滑了经济周期, 随着海外需求见底, 经济逐渐复苏仍是大概率事件, 从上至下依据 2010 年实际 GDP 增长 9% 和 PPI 增长 2% 判断, 明年上市公司盈利增长能保持在 20% 左右。那么沪深 300 在 2700 点对应的动态 PE 在 18 倍左右, 比较中长期贷款利率 5.4%, 该时点估值具有一定支撑, 部分优质蓝筹公司的中长期价值显现。市场矛盾的焦点在于, 由于缺乏长期经济增长动力, 经济无法二次加速, 而政府投资和房地产投资的可持续性不强。从更长的视角看, 市场难以给予更高的估值空间。内外部弱势均衡下市场风格面临转换。近期海外宏观数据冷热不均, 虽然国内出口订单数持续好转, 但调研表明, 订单中短单、零单、散单偏多。长期看, 发达经济体过往储蓄率偏低, 根据经济学基本原理, 生产可能性边际 (MRT) 没有实质性扩张, 过多的当前消费必然消耗未来消费能力。可预见的 3-6 个月, 海外可能保持弱势均衡。同样, 根据对投资的分类分析, 在海外需求偏弱的局面下, 中国经济也缺乏二次加速的动力。在内外经济弱势均衡下, 市场可能一改过往一年多来从上至下进行行业轮动的风格, 更多的从细分行业和公司层面找寻确定性的投资机会。当宏观经济不确定性增强时, 投资者的风险厌恶程度提高, 偏好逐渐转向业绩确定性高而估值相对合理的行业, 行业配置更注重确定性和成长性。将重点关注两个指标: 通胀预期和外需。通胀预期加强使实际利率下行, 有利于刺激房地产投资。同时, 通胀预期是资产、资源的催化剂, 而资产、资源又是市场的核心板块。更进一步, 通胀预期影响投资者的大类资产配置, 直接导致货币活化程度和储蓄搬家出现, 从而降低风险溢价提升市场估值。外需的作用在于它决定了经济的二次加速度, 以及政策走向。

银华基金——仍有理由对经济复苏的持续性怀疑

近期资本市场政策再度偏暖, 银监会、证监会、外管局都出台了相关政策。我们认为这些政策更多是为了保证市场在国庆前的平稳, 国庆后这些政策有可能再度收紧。当前, 前期市场风险已经得到较为充分的释放, 在这些政策的支持下, 短期市场向下大幅调整的空间已经不大。当然, 投资者仍然有理由对于宏观经济复

苏的力度以及可持续性发生怀疑，特别是深圳地区房地产销量的下滑，使得投资者担心房地产市场在未来会经历新的一波销量下滑、投资下滑的循环。同时，政府的宏观经济政策在执行层面，的确出现了比较明确的紧缩迹象，市场担心过早的紧缩，会扼杀经济复苏的进程。虽然我们认为经济的二次探底不会出现，但是多数投资者仍然需要足够的时间，来观察宏观、微观层面数据的好转，坚定对经济复苏的信心。在市场形成新的共识之前，我们对市场持谨慎乐观的态势。对于长期投资者，目前的点位是适合投资的。

景顺长城——市场缺乏新的明显的催化剂

外围股市表现较为强劲，有利于 A 股在经历市场大跌之后的逐步反弹，从基本面看经济复苏持续向好趋势不变，从流动性来看不像上半年那么宽松，投资人在大跌后对市场也有进一步理性认识。我们认为主要的风险在上一次大跌中基本被释放，但市场缺乏新的明显的催化剂。在周期性行业维持中性配置，在防御类非周期性行业略为超配，选股思路集中在业绩能够真实体现、乐观预期能够兑现的公司。我们对银行、地产、煤炭、钢铁、有色等周期性强的行业维持中性看法，缺乏股价明显上升，提供超额收益的动力。银行经过下跌后估值趋于合理。

从近期国内经济数据判断，我们认为中国经济回升势头并未减弱。投资方面，今年前 7 个月固定资产投资增长 32.9%，由于在建项目固定资产投资计划投资额增长速度仍高，且下半年房地产新开工明显提升，我们认为下半年国内投资增速仍将保持高位。消费方面，全国社会消费品零售总额同比增速 7 月份达到 15.2%，为今年 2 月以来最高值，居民消费能力和消费热情继续提升。出口方面，虽然近期进出口数据仍在低位，但伴随美欧经济好转，国内厂商出口订单已经明显增加，预计四季度出口形势将有显著好转。在经济全面回升的预期下，也要注意一些政策微调措施令前期放量的信贷增长转趋平稳。从国际经济环境来看，美国经济虽很可能在三季度触底回升，但其真正的复苏之路仍然较长。全球股市经历上半年的大幅上涨后，目前来看经济复苏的预期已得到反映，而企业赢利预期在短期内再度上调的机会不大。这种形势下，全球股市经历一段时间调整的概率较大。但我们仍然认为，在经济复苏和流动性充裕的大背景下，国内股市经历调整后仍会维持上升态势。我们对持仓结构进行了积极调整，看好受益于内需增长，特别是消费稳定增长的行业，如终端消费品、医药、商业零售、通讯设备等，持续看好具有估值优势、盈利增长明确的公司；同时，也会积极关注家电、电子、纺织服装等受益于全球经济贸易复苏的行业及个股。

华安基金——具有明确增长预期的行业是配置重点

华安中小盘成长：未来市场将由单边行情向震荡行情演变。近期，我们对于宏观数据尤其是房地产行业的各方面数据比较关注。如果 9 月份房地产新开工面积、销售数据等出炉的指标较强劲，相信能再度提振市场的信心，而由此带动市场走出新一波行情。总体上看，经过 8 月份调整，我们认为未来市场将走出单边上涨或下跌的局势，而进入震荡格局。通胀问题如何看？未来半年到一年内可能会出现 CPI 正常范围内的小幅上升。但是，我们认为大家通胀压力对此不必过于担忧，恶性通胀的可能性排除。操作策略上，华安中小盘成长将基本维持该水平仓位，

重点将放在结构转换方面。从行业来看, 主要关注医药、建材、食品饮料、汽车、煤炭等行业, 并选择价值型行业进行投资。

从上周消息面看, 国际方面二十国集团财长和央行行长会议闭幕, 并就为保证全球经济持久复苏和增长而继续采取措施刺激经济的观点达成一致。国内方面, 甲流蔓延带动华兰生物等品种股价劲升; 虽然没有新基金获批, 不过在募的九只指数基金、单个 QFII 投资限额提高至 10 亿美元以及第二批一对多总计六十几个产品都将为场内提供一定数量的“新鲜血液”。我们认为, 国庆以前市场出现变盘的可能性较小。一方面, 从目前已有的信息判断, 宏观数据大幅低于预期的可能性不大; 另一方面, 近日管理层不断发表对于中国经济以及资本市场的积极言论, 说明维持稳定将是目前首要考虑的问题。从这个角度出发, 市场应该不会有过激的负面信息, 短期市场仍具有一定的安全边际。我们的判断: 股指回到 2400 点以下将是一个小概率事件, 没有必要太悲观。接下来, 我们将更为关注微观层面企业盈利的大幅改善。因此, 具有明确增长预期的行业将是未来我们配置的重点。

华宝兴业——未来中国经济增长的引擎在哪里？

随着珠江三角洲房地产销售数据萎缩而来的是政府日渐暧昧含糊的态度, 股指前行的步伐戛然而止。此时的中国经济确在回暖——虽然步调比大家预想的要慢。理性者应该看到, 这一轮牛市的基础是什么, 行情启动的诱发因素又是什么: 是政策, 还是流动性? 应该是流动性无比宽裕之下, 各方对经济复苏高调的预期。简单拆分一下, 股票的价格等于盈利乘以市盈率。盈利的恢复是个长久缓慢的过程, 但市盈率的调整往往来势凶猛令人猝不及防。是什么决定了整个市场的市盈率? 应该中国经济的发展前景, 以及市场的资金成本。目前, 虽然“适度宽松”的货币政策并没有出现字面上的改变, 但最能代表真实流动性的江浙一带民间借贷利率, 已经悄悄出现了上浮。结合银监会对银行信贷的监管, 新增信贷缩量、票据向长贷转移两大趋势已经不可逆转。所以, 在流动性卡壳的情况下, 实体经济和原来高预期之间的差异, 有着庞大的杀伤力, 就不足为怪。必须指出的这并不是不看好中国经济。而是对于原来预期的理性调节。很多人把此时的中国比作上世纪 80 年代末的日本。资产泡沫, 及其随后“失去的十年”, 是一代日本人的梦魇。我们如果要避免重蹈覆辙, 此时对于信贷的适当收缩是合理的。否则, 短期过热的经济必然透支十几年乃至几十年中国的未来。关键的难点就是“适度”二字。从数字上看, 今年最终的新增信贷数目大约在 9-10 万亿左右, 其中有 3 万亿基建项目投入。基建项目有持续投入的特征, 明年这方面的需求也大致在 3 万亿左右。那么, 如果明年的信贷增长在 8 万亿以下, GDP 的增长估计就是个不可能完成的任务。但是 8 万亿本身, 确实还是个令人咂舌的数目。怎样控制, 既能不对恢复元气中的实体经济造成打击, 又要避免过度流动性催生资产泡沫? 这很大程度上需要更合理、更规范的监管, 需要目标明确操控精细的宏观调控。或者, 还需要一个强大的新经济增长引擎。这是个变化莫测的世界。股市也是如此。我们的任务不是期待市场一成不变, 也不是精确预测未来, 而是从不确定性的千条万缕中, 试图找出一个未来变化的大概率事件。正如上一次我们所谈到, 政策性的风险是中国股市此时最大的风险。那么现在, 流动性短暂的缺失并不需要彻头彻尾的恐慌——这恰好给了资本市场一个时间窗, 修正前期鸡犬升天时带来的种种不合理, 也静下心来, 思考一下未来中国经济增长的引擎——科技创新, 产

业结构转移, 亦或是低碳经济, 新能源, 还是其他? 潮起潮落, 涨跌有时。思维的深度和宽度才是定海神针, 愿与大家共享中国经济的未来。

交银施罗德——市场预期与相反法则

相反法则是一条浅显易懂的股市基本法则。然而, 相对于“顺势而为”而言, “人弃我取、贪婪时恐惧”这样的相反理论法则要成功运用于股市投资实战却是极为困难的。困难之处不仅在于“逆势而为”去追求收益本身需要承担较大风险, 同时, 如何能有效判断“盛极而衰、衰盛转换”也是充满挑战的。通过分析判断市场预期与一致预期, 或许能够成为提高相反法则成功运用概率的手段之一。自从理性预期学派正式成为经济学的重要学派之后, 预期的形成与变化本身就是经济行为的一个组成部分, 同时也就成为经济分析的对象之一。投资者在进行证券投资决策时会根据掌握的信息对证券价格趋势作出判断与预期, 只不过, 由于证券市场的效率差异与投资者结构不同, 证券价格对已有市场信息与投资者预期反映的程度及时滞会有差异。从预期的角度而言, **对证券价格有重要影响的信息从开始被市场预期到形成市场一致预期的过程, 就是证券价格趋势形成的过程。**而未被市场预期的信息出现, 才会成为改变原有价格趋势的关键因素。因此, **分析判断对证券价格有影响的信息是否已经成为市场一致预期、市场预期是否足够理性以及是否存在未被预期的信息出现、出现的概率有多大, 则成为相反法则成功运用的关键所在。**我们尝试从市场预期与相反法则角度来分析诠释 09 年过去的 8 个月 A 股市场的运行趋势。年初时绝大多数证券研究机构预期 09 年上证综指核心波动区间为 1500 点到 2500 点之间, 然而, 上证综指却超出了大家的预期, 在 8 月 4 日上涨到 3478 点。究其原因, 宏观层面上有两点因素大大出乎年初市场预期的: 第一、上半年 7.4 万亿天量信贷增量的出现。在经济萧条时期以及存在通缩风险的背景下, 已经市场化运作的中国商业银行放出了历史天量贷款, 综观全球的银行, 09 年上半年也只有中国的商业银行做到了这一点。第二、在经历百年一遇的全球性金融危机与十年一遇的中国经济下行周期背景下, 只用短短 2 个季度中国经济便能够走出 V 型复苏态势。在中观层面上: 房地产销售数据和部分区域房价 09 年上半年重新回到了历史最高水平。08 年下半年还在为生存发愁的房地产公司能够在 09 年上半年拍地拍出一个个地王。当这些重要信息从被市场开始预期到形成一致预期之后, 09 年 8 月前上证综指便走出了涨幅高达 91% 的单边上涨行情, 而不是年初多数投资者预期的底部区间震荡行情。当 7 月央行宽松货币政策退出时间窗口快于市场预期, 以及习惯了信贷增量总是高于市场预期的投资者突然发现 7 月份的信贷增速是低于预期之后, 相反法则再次奏效, A 股市场预期发生了大逆转, 8 月份上证综指大跌了 21.8%。毫无疑问, 没有被市场预期的重要信息的出现, 成为了改变市场原有运行趋势的关键因素。因此, **能够提前判断出没有被市场预期重要信息的存在与发生概率, 是相反法则成功运用的前提, 也是投资者水平高低的体现。**随着货币政策微调的出现, 宣告金融市场流动性最宽松的时期已经基本过去。8 月份 A 股市场大幅调整, 也预示着以估值水平不断提升的流动性推动行情基本结束, 接下来市场上涨的主要动力将由流动性推动转向业绩推动。市场预期的业绩推动行情能够走多高, 理论上讲取决于业绩有多大程度的超预期增长以及流动性的宽松程度 (流动性是决定估值水平高低的重要因素)。当然, 具体多少是符合市场预期的增长其本身是难以精确量化的。然而, **目前市场普遍预期经济复苏是处于 V 型反转态势, 也就是说业绩增长已经被市场**

预期甚至一致预期。如果上市公司整体业绩要出现超预期增长, 在固定资产投资增速已经很高的背景下, 从宏观逻辑上分析还要具备两个条件: 第一、以 PPI 为代表的生产资料价格指数在未来 6 个月要大幅上涨。这样上游的资源型企业与部分中游的制造型企业利润才会大幅上升。第二、出口复苏大幅好于预期。这样部分中游和下游企业才会盈利增长。因此, 在由流动性推动向业绩推动转变的换挡过程中和目前市场运行的趋势下, 如何理性选择可能还需要足够的时间去消化调整, 以等待经济数据进一步明朗以部分兑现经济 V 型复苏与业绩增长的预期。否则, 市场又可能为相反法则运用提供机会。

易方达基金——过于乐观或过于悲观都会和事实偏差大

八月份以来的市场让人迷茫, 在投资者感觉形势一片大好的情况下, 市场迎来一波又疾又快的调整。随着指数的下跌, 市场的声音迅速发生变化——看空者声音越来越大, 看多者的声调则小了许多。看空者的理由好象相当充分: 最为有力的理由是政策开始转向, 政府开始担心经济过热和通货膨胀而开始调控经济; 其次是市场的流动性开始发生变化, 银行信贷增长受到抑制; 再次是开始担心房地产销售和 investment 数据以及新开工面积的增长。甚至有投资者开始担心经济是否会因此而进行二次探底。但同时, 我们又看到很多利好的消息: 国际经济环境明显好转, 美国、欧盟等主要发达国家经济复苏趋势明确; 新公布的 8 月份工业增加值、房地产投资及新开工等数据好于市场预期, 我国经济复苏趋势仍然十分明确。面对如此复杂的经济状况, 投资者的看法分歧巨大, 市场因此处于剧烈振荡之中。在如此动荡的经济环境中, 要准确判断经济恢复的方式, 无疑很难。过于乐观或者过于悲观可能都会和事实偏差很大。但好在要判断今后经济运行的中长期趋势, 就要容易多了: 无论早点, 还是晚点, 无论是这种方式还是那种方式, 病总会好的, 经济总会恢复的。当我们站在中长期的观点来看待现在的负面因素时, 问题就迎刃而解了——不论是政策的微调还是信贷的控制, 对于中长期的经济增长来说都是正面的影响; 外部经济的明显复苏, 也进一步确认了我国经济的复苏趋势。

富国基金——宏观经济政策“微调”

目前, 宏观经济政策面临两难, 一方面要保经济稳定, 另一方面又担心短期过度扩张可能会对未来产生通胀、银行坏帐等威胁。我们认为, 宏观经济政策微调对于保障经济长期健康发展是非常必要的, 但信贷紧缩可能会对房地产市场造成打击, 从而对本轮经济复苏带来冲击。我们对年内的政策预期为: (1) 货币供应量开始收紧, 从超宽松向适度宽松。具体如实质收紧信贷门槛、公开市场回收流动性、定向央票、窗口指导等老套路的做法。(2) 限制商业银行大量放贷行为, 如强调资本充足率、拨备覆盖率要求。(3) 保量转向保质, 从目前重点支持投资向支持消费转移。比如调整个人所得税结构, 降低消费障碍, 提升消费在经济中的比重。(4) 鼓励房地产市场继续回暖。(5) 增加对低碳经济(新能源、节能减排、环保)的支持, 即刺激经济, 又符合中国作为国际大国负责任的趋势要求;(6) 人民币汇率仍将实际挂钩美元, 相对美元稳定, 可能会出现小幅升值;(7) 迅速恢复股市的融资功能来促进经济复苏。加快 IPO 发行以及公司债融资是箭在弦上。

南方基金——市场仍处在向上的大趋势中

政策方面, 为了国庆节前的市场稳定, 各个部委陆续释放转暖信号。基金专户“一对多”销售火爆, 9 只指数型基金出现齐发的局面, 给市场注入新鲜血液。市场在前期下跌过程中, 特别是受到 7 月份宏观数据扰动的影响, 部分投资者开始对中国基本面的趋势变得悲观, 对于经济二次探底的担忧逐渐多起来。但是 8 月份的经济数据强有力地支持了经济复苏的可持续性。当前, 我国宏观经济继续复苏, 全球经济逐步走过低谷, G20 财长和央行行长会议同意继续采取措施刺激经济以保证全球经济持久复苏和增长, A 股上市公司盈利增长与盈利能力恢复并回归到历史平均水平, 加上整体估值水平偏低, 我们认为市场仍处在向上的大趋势中。

国泰基金——静待 10 月份开始陆续公布的三季报数据

国泰金马稳健回报: 虽然最近一阶段市场有所回升, 但估计不会持续很久。更多时间内上证指数将在一定区间内做波动, 最终的走向还是要取决于 10 月份开始陆续公布的三季报数据。之所以看重三季报数据, 是因为以往数据显示上市公司前三季度业绩占到全年净利润的 80 - 85%, 根据三季报数据基本就能确定 A 股上市公司全年的盈利表现。但是现在要预测三季报数据到底会如何还比较难, 所以比较稳妥的方式就是静观其变。现在国泰金马的仓位控制在 75% 左右, 比行业水平要略低些, 持仓结构偏向防御, 虽然这样的配置结构在 7 月面临了一定压力, 但现在回过头来看, 防御性的策略还是非常正确的, 我们也将根据市场情况的变化作相应的策略调整。

东吴基金——介入周期性行业, 享受经济复苏的第二顿盛宴

反弹已经持续两周, 股指已接近 3000 点这个重要点位, 市场对于后市的分歧依然很大, 我们的观点是, 保持谨慎, 但要认清调整的本质, 本轮市场调整幅度基本超出所有人的预料, 这是一个积累释放的过程, 在这个过程中, 要认清两个词和他们的关系, 那就是趋势和预期, 两者在牛市上涨的过程中关系体现地特别明显, 市场的趋势一旦确立, 对于形成趋势的预期原因就会不断加强, 从起点共同开始到越来越背离, 直到最终这个预期的累积和扩大改变了趋势的运行, 它必须向市场中枢进行修正, 一旦产生修正和调整, 同样的道理, 也会放大, 而且速度会更快, 这符合自然界的普遍规律。本轮市场反弹就是如此, 在流动性充裕和全球经济探底的情形下, 预期未来经济不断好转, 市场形成了上涨的趋势, 在此过程中, 所有的行业似乎都享受了经济回升的一次洗礼, 轮番上阵, 好不热闹, 这个时候恰恰说明市场的预期已经大大脱离实际, 部分行业市盈率大大抬高, 市场对于行业的估值手法也五花八门, 而此时正是市场的中枢——银行地产停滞不前的时候, 地产业已率先展开调整, 趋势的改变也就很快来到了, 但是, 我们应该注意到, 修正的是预期本身, 而不是市场上涨的中枢, 市场中枢跟随的是整体的经济形势, 中枢没有变化, 是预期在变化, 这也决定了未来市场运行中, 只要经济向好, 市场中枢向好, 我们还是可以适当放大预期, 扩宽配置思维。目前市场正处在这样的一个过程的过渡之中, 消息面的负面刺激已经消失, 市场调整带来的恐慌变成了目前的迷惘, 经济继续向好发展, 后续的数据越来越被市场正面理解, 这个时点, 您说是不是投资的一个好的介入点呢? 既然可以投资, 关键就是如何选择此阶段的标的物, 那就加上最近其他发生的事件来综合分析, 美元贬值, 带来非美货币、大宗商品等风险资产的升值, 也带来相关周期性行业的投资机会,

同时还有经济复苏带来的需求要求, 所以建议介入周期性行业, 享受本轮经济复苏过程中的第二顿盛宴。同时, 还是适当关注另外关键词带来的市场变化, 就是通胀。需要提前布局, 把握时点。

民生加银——第四季度经济可能会超预期回升

目前市场的走势主要取决于两个因素, 一个是经济是否二次探底, 二是流动性能否回升。经济方面, 根据最新的宏观经济数据, 我们认为经济并没有二次探底的风险, 预计在今年第四季度经济可能会超预期回升, 宏观经济由复苏进入过热阶段。投资、消费、出口三个方面的因素将共同提振经济, 投资方面, 房地产投资的加快反弹将带动固定资产投资加速回升; 消费方面, 下半年将有较良好的表现; 出口方面, 超预期能否实现需要持续跟踪, 流动性方面, 进入 M1 快速回升的新阶段。市场将在超预期的宏观数据引领下进入触底回升第二阶段, 表现为有望在 3000 点为中轴的上方强势运行, 但震荡加剧。行业配置上, 首先关注房地产及上下游产业链的行业性机会, 如煤炭、钢铁、化工、家电等, 其次看好前期滞涨的板块, 如农业、医药、电力、金融等。另外继续关注出口相关行业可能存在的机会。

建信基金——估值在结构上的问题也被总量所掩盖

8 月的大跌是对过高预期和泡沫化估值倾向的修正。我们判断, 未来 1 个月左右时间市场难以重新形成趋势性的上涨, 主要理由在于目前从总量看刚刚回落至中长期均衡估值水平附近, 而 A 股近后期表现出较明显的惯性特征。估值在结构上的问题也被总量所掩盖。我们认为下一阶段需要重视防御性, 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, 以及受益于外需恢复的行业。

万家基金——出口只是阶段性配置, 未来 3 年出口前景堪忧

虽然金融地产占上市公司市值大半, 但财富却主要由制造业创造。制造业是中国经济的脊梁, 而非金融地产。中国制造业的先进设备主要源于海外, 先进工艺也来源于海外, 出口产品中含有大量海外成分, 这就是中国制造业的现状。发达国家仍然在限制先进的加工设备和工艺技术向中国转移, 而自主创新乃厚积薄发之事。因此, 中国制造业面临刚性的供给弹性 (进口原料采购量的减少不会大幅压低采购价) 和较高的需求弹性 (国际市场对中国出口品需求量减少迫使中国企业大幅降价), 世界经济衰退对中国极为不利。2009 年中国出口导向型制造业普遍陷入困境, 曾是中国经济增长最强劲的引擎乏力; 处于社会主义初级阶段和重化工业化阶段的中国要保持快速增长, 必须等待出口引擎再次发力。再观中国经济的周期性调整, 政府通过双松政策外生性诱发固定资产投资必然会减少经济衰退的幅度和时间, 这种逆风向宏观调控能够确保中国经济保持 8% 以上的增速, 中国能够避免“大萧条”, 但经济真正要走上依靠市场自身力量良性增长的道路, 还得依靠政府长期产业政策引导下企业应对危机适应能力的提高。我们认为, 中美贸易战拉开了序幕, 这是最大的出口国和最大进口国之间的战争, 预示着世界贸易战正式开始, 出口只是阶段性行业配置选择, 未来 3 年内中国出口前景堪忧! 与邻

为壑的贸易保护主义是各国在经济衰退背景下的自私的、次优的选择, 未来贸易战还将持续, 贸易摩擦持续升级, 世界贸易长期内面临极为不利的发展环境。

摩根史丹利华鑫——经济二次探底的概率越来越小

整体来看, 8 月份的宏观经济数据并未延续 7 月份不尽如人意的状况, 表明中国经济长期复苏的趋势不会改变, 市场所担心的经济二次探底的概率也是越来越小, 政府全力“保增长、调结构”的政策短期内也不会有所改变。

上投摩根——经济复苏的大趋势不变, 但过程仍可能较曲折

展望后市, 8 月经济数据普遍好于预期, 消除了 7 月数据不利给市场带来的消极影响。尤其是房地产开工、信贷投放等关键数据的回升, 对市场信心有较好的提振作用。另外, 出于国庆维稳的需求, 短期内出台利空政策的可能性很小。而上周美国公布的就业数据、企业盈利均好于预期, 纽约主要股指创下年内新高。海外市场的上涨对 A 股市场也形成了一定的支撑。但需要注意的是, 8 月的进出口数据弱于预期, 显示出口的复苏尚待时日。经济复苏的大趋势不变, 但过程仍可能较曲折。短期内市场可能在 3000 点上下整固, 成交维持活跃。

信诚基金——3000 上方套牢沉重, 大盘向上的空间不大

经过幅度超过 10% 的反弹后, 市场信心逐渐得到恢复, 恐慌情绪不复存在。周五公布的 8 月宏观经济数据多数超过市场预期, 整体乐观, 在关键时刻确认了经济复苏向上的基本趋势。预计市场有望在政策面的呵护下继续保持强势, 不过由于沪指 3000 点上方套牢盘压力沉重, 大盘向上的空间不会很大, 主题投资机会将会呈现。

申万巴黎——9 月 A 股市场将震荡向上

我们判断 9、10 月经济继续向好的局面仍将持续, 银行融资、资本充足率及次级债等问题短期内无法实施, 证监会无法忍受股市的快速下跌而融资节奏或将放缓, 综合来看我们倾向于认为 9 月 A 股市场将震荡向上。

光大保德信——更多超预期的迹象短期难以看到

值得注意的是, 公报称各国同意在经济稳固后撤销特殊的财政、货币政策。各国需要在国际货币基金组织和金融稳定委员会的统一协调下, 制定出协调一致的退出措施。根据该公报, 就业等问题仍然是各国判断经济稳固的一个重要因素, 因此, 我们认为只有在就业水平重新回升之后, 各国协调一致的退出机制才有可能获得实施, 所以短期而言, 在全球范围内经济刺激政策还不会有大幅变化。目前市场预期今、明两年盈利增长保持在 20% 以上 (市场一致预期的沪深 300 的 09 年增长现为 20.6%, 10 年为 24.4%) 的前提下, 目前沪深 300 的未来 12 个月动态市盈率 18 倍左右属于较为合理水平。实际上, 我们认为 15-20 倍动态市盈率是大盘波动的合理区间。其次, 未来流动性趋紧使得估值扩张的难度加大, 业

绩基本面对股价的支撑至关重要。由于业绩增长的预期较为乐观, 但是更多超预期的迹象短期难以看到, 大盘有呈现区间波动格局的可能性。

国投瑞银——关注估值优势及资源类以待强市

由于宏观经济数据这一股市基本动力表现出色, 市场近期继续走强的概率显著高于大幅下挫的概率。建议: 在继续高配具备估值优势的行业如: 房地产业、银行业的同时, 适当增配资源类股票, 如采掘, 有色个股。

国海富兰克林——房地产投资活跃和房价上涨是必须面对的

8 月份的宏观经济数据再次成为大家关注的焦点, 从这些数据初步可以得出的结论是经济仍然在强劲恢复中, 经济出现二次探底的风险至少在短期内是较小的。这里我们可以简单讨论一下今年以来中国经济增长的逻辑, 在 2008 年全球金融危机的冲击下, 我国政府及时启动了 4 万亿投资计划, 通过大力度的政府投资止住了经济下滑的趋势, 并推动经济上行。但这种依靠政府投资的增长无论在理论或实践中都是难以长期持续的, 只有民间投资启动, 经济才能回到相对较为健康的增长轨道上, 而民间投资的启动在目前的中国大部分只能依靠房地产投资。而房地产投资的启动又会伴随着房地产成交的活跃和房价的上涨, 但政府对房价上涨的容忍程度是有限的。这就导致了是否要继续这种经济增长方式的争论, 进而导致股票市场对经济的预期出现了较大的分歧。我们认为目前刺激经济的方式可能会是短多长空, 从长期来看 (3 到 5 年以上) 这种经济增长方式面临全球资源和我们自身资产负债表的约束, 是很难长期持续下下去的, 但在短期的一到两年内, 我国完全具备保障这种增长的能力。现在的问题是, 我国是否在目前经济刚有所恢复、全球经济出现见底迹象的当下改变增长模式, 开始平衡对经济增长速度的追求和调整经济结构的目标。在目前中国的经济环境下, 我们认为我国提前于全球推出的可能性也是相当低的。所以, 我们就会看到房地产投资现在是关键, 如果房地产开发投资无法启动, 就意味着政府必须继续加强财政刺激来保持经济的增长; 如果房地产投资启动, 政府可以相机抉择适当降低刺激力度。所以对于国家调控房地产的政策不必过于担心。房地产投资的活跃和房价的上涨可能都是我们在这波泡沫化的增长中必须面对的。总的来看, 我们认为宏观经济仍然在向好的方向运行, 政府加大对经济的支持力度也不会改变, 宏观经济在今明两年都将可能保持较高的增长速度。我们认为股票市场保持震荡向上将是最可能的运行方向。

国富成长: 8 月本基金较早大幅减持了地产, 接着在市场调整过程中又减持了航运、钢铁、金融、煤炭, 增持了零售、饮料、旅游、电力设备等行业, 同时适度降低了整体仓位。整体仓位降低和行业调整取得了较好的效果。可以将市场调整的原因归纳为以下几点: (1) 政府宏观经济政策及货币政策的微调信号明确。(2) 作为领头羊的房地产市场出现了调整信号。(3) 流动性出现短期拐点, 新股发行加速、金融企业的再融资补充核心资本和新增信贷回落, 三个因素弱化市场对流动性的预期。(4) 涨幅较大, 客观上存在内在调整需求。中期来看, 本基金对大盘走势保持乐观, 理由是经济恢复将会延续。表现在国内市场上, 在经济刺激政策的逐步落实中, 实体经济迅速好转, 体现在上市公司业绩逐步恢复, 并呈现出逐季加速的特征。外围经济也走过了最坏的时候, 使我们对出口恢复的信心增强。

从估值水平来看, 经过大幅修复, 目前已处于合理水平, 2009PE=21X, PB=2.7X, 已大部分消化了前期的估值泡沫, 后续进一步大幅下跌的空间已可能比较有限。鉴于上述分析, 本基金将保持相对积极的大类资产配置。在行业选择上, **配置重点将从房地产、能源、金融等行业, 转向较明确业绩保障和业绩成长型的行业, 如食品, 饮料, 商贸零售, 电力设备等, 尽量回避有色等估值较高、盈利能力模糊、周期性强的行业, 如钢铁。**

国富收益: 8 月我们对组合的调整幅度不大, 仓位维持在稳定的水平上。短期看市场调整在很大程度上已经挤压掉前期过于乐观的市场预期, **市场需要时间等待更明确的政策信号和更有说服力的经济数据, 我们认为在此之前, 市场将维持宽幅振荡的行情。**向下看, 估值支撑已经很明确, 除非经济二次探底, 但我们认为这个概率比较低; 往上看, 政策方向的不明朗和经济恢复数据还需要进一步观察。我们重点观察的指标是房地产行业的开工情况以及出口的恢复情况。前者决定投资的持续性, 后者则决定外需的恢复程度。因此, 在目前情况下, 我们在资产配置上继续保持稳定; **行业配置坚持两头投资的思路。**

中海基金——市场还能继续温和上涨

上周公布的各项宏观经济数据总体而言优于此前的预期, 尤其信贷超过 4000 亿, 有效克服了投资者关于货币政策退出的恐惧。对流动性迅速下降的担忧, 并进一步对经济二次探底的顾虑, 是此前股票市场大幅下跌的主要因素, 8 月数据至少在目前阶段舒缓了这种顾虑, 股市也相应出现明显反弹。展望本周市场, 创业板的推出是一个影响因素, 国际市场的强劲表现能否延续也会对 A 股产生作用; **总体认为在投资者心态告别恐慌、恢复平静的背景下, 市场还能继续温和上涨。**

汇添富基金——风格配置侧重大盘蓝筹股

上周五 8 月宏观经济数据陆续公布, 从结果看, 总体好于预期。发电量与工业增加值继续同比向上; PMI 指数 54, 为今年以来最高; 固定资产投资继续维持在 33% 的高增长, 同时房地产投资和房屋新开工面积累计同比也明显加速; 虽然出口复苏依然缓慢, 但当月进口减少带来顺差的显著回升。以上数据印证了我们对于经济基本面持续向好的判断。货币流动性方面, 8 月新增信贷高达 4104 亿元, 大大超出了此前市场的普遍预期, 随着四季度票据回收力度减弱, 实体经济流动性在这一贷款投放水平下仍然能够保持充裕; M1 与 M2 差距继续缩小, 表明实体经济的活力在提升。通胀指标仍然为负, 但出现见底回升迹象, 我们认为目前及未来一段时间的通胀水平将继续缓解政策转向的压力。海外市场近期表现较为坚挺, 在制造业回升、房地产销售好转、企业盈利预期向好的背景下, 投资者对当前失业率继续恶化、个人可支配收入和零售数据的继续下滑似乎并不过分担忧。**行业上积极关注采掘、家电、食品饮料、医药、金融(银行、保险)和商业贸易, 风格配置侧重大盘蓝筹股。**

农银汇理——寻找具有内生性增长的企业

从目前来看, 流动性推动的市场上涨已告一段落, 前期市场已经反应了较多的利好

因素, 市场将难以重现单边上涨的走势。在这个过程中, 投资者也需要修正预期, 在市场上涨得如火如荼之时, 许多投资者对未来的预期开始膨胀。一个极端的例子是, 对于 2010 年上市公司盈利增长 30% 的预期过高了, 如以增长 30% 计, 则 2010 年的上市公司盈利水平将超过 2007 年。预期的修正, 自然也会引发股价的修正, 市场的波动在所难免。下半年需要更多地关注业绩和企业的成长性, 在权衡安全边际的情况下, 寻找具有内生性增长的企业。

大成基金——关注房地产的销售、投资以及出口数据

大成精选增值: 近期公布的 8 月经济数据超出市场预期, 经济二次见底的阴霾基本消除, 市场近期的反弹也是对前期过度悲观的预期有所修正。在前期市场大幅下挫后部分蓝筹公司估值显现出明显优势, 在配置上有所增加。未来市场持续震荡的可能性较大, 经济数据已经成为所有投资者都在密切关注的指标, 近期经济复苏过程中的波动对市场带来较大的影响, 未来我们应该更加注重更长期趋势的把握。对于中长期的经济趋势, 我们认为向好的概率更大, 因此恐慌性下跌是我们进行结构调整与挑选优质个股的机会, 总体来说未来我们还将保持略高的仓位, 积极把握板块的轮动机会。大成创新成长: 主要进行了结构的调整, 适当减持了前期加仓且短期涨幅较大的行业和品种, 增持了部分航运类股票。展望短期市场走势, 在政策面趋于宽松的预期以及较为利好的宏观数据背景下, 市场有望延续振荡上扬的走势, 但对中期走势依然无法给出清晰的认识。同时需要密切关注的是, 房地产交易数据依然较为低迷, 同时作为工业运行趋势的重要参照行业, 钢铁价格与库存依然没有出现明显的变好趋势。在此背景下, 本基金将保持相对均衡的结构及仓位水平, 同时密切关注政策和经济运行的变化趋势。大成优选: 8 月份的下落更主要是基于市场对于政策和流通性的担心, 以及宏观经济二级探底的忧虑, 而实际上 8 月份房地产销售、开工面积、固定资产投资以及工业增加值、发电量等数据都表现超出季节性表现良好, 展望未来, 房地产的销售、投资以及出口的复苏依然是基本面是否持续向好需要密切关注的方面。

诺安基金——并购重组类的投资机会值得关注

8 月人民币贷款数据达到了 4104 亿元, 亦超出预期。但出口和消费数据仍不尽如人意, 显示经济复苏的过程仍在持续。政策面上, 创业板推出脚步日益临近, 除了创投概念的主题投资之外, 四季度为完成全年的工作任务, 相当多的企业都将面临“突进式”重组, 并购重组类的投资机会值得关注。综合来看, 经过连续两周的反弹, 市场已经进入强势震荡格局。随着“十一”行情的深化, 在宏观经济基本面、流动性、政策等各方面利多因素维稳的预期下, 预计短期市场重心有望继续震荡上移。

长城基金——温和震荡上扬将是未来市场的主基调

长城消费: 目前我国经济已经出现从低谷中复苏的迹象, 主要经济数据逐步好转, 我们认为未来 GDP 增速有望逐季抬高, 中国经济将逐步进入正常运行轨道。在全球采取宽松货币政策的影响下, 海外经济的衰退威胁在逐步减弱, 美国、日本和欧元区的先行指数开始好转, 这为经济复苏提供了良好的外部环境, 我们认为

中国经济复苏的动力是可以持续的, 经济二次探底的可能性很小。在经济强劲的自身增长尚未形成、通胀风险也并未出现之前, 政府不大可能作出重大的政策调整而转向紧缩, 因此在经济向好与流动性充裕的背景下, 市场总的运行趋势是向好的, 但个股将出现一定的分化, 市场以结构性投资机会为主。随着经济的逐步回暖, 优质公司的盈利状况将回到正常的增长状态, 在估值修正以及盈利增长预期的驱动下, 可以期待具备估值优势的优质公司的投资机会。在股票资产配置上, 关注三类资产: 一是未来业绩增长更具确定性的食品饮料、零售、信息技术等行业; 二是长期成长空间较好且估值便宜的金融行业; 三是目前估值便宜且在经济回暖中受益较大的采掘、钢铁等行业。从大的角度看, 在中国经济仍然具有很大增长空间下, 银行业具有较大的发展空间; 其次, 今年上半年信贷规模增速较快将改善银行的盈利状况, 下半年银行业息差见底后将有一定回升, 也有利于改善银行的盈利状况。同时由于银行业的估值水平较低, 因此具有较大的投资价值。

长城品牌: 目前美国经济环比数据向好, 投资者对我国出口的担心有所减轻; 在一系列刺激消费政策出台后, 国内消费有望平稳增长; 上市公司的盈利预期在向好的方向转变; 国家宽松的货币政策仍将持续, 充裕的流动性一方面改善了上市公司的盈利预期, 另一方面为市场提供了足够的资金, 温和震荡上扬将是未来市场的主基调。虽然市场的上涨动力有所减弱, 个股的分化将加剧, 但部分大市值蓝筹股有望继续震荡盘升, 存在向上的估值吸引力。本基金将适度改变 2009 年上半年持股待涨的投资策略, 加大交易力度, 利用市场的波动获取超额收益。

诺德基金——房地产投资和出口将为经济增长提供坚强后盾

8 月超预期数据确认中国经济继续向好已公布的 8 月各项经济指标普遍强于 7 月, 表明内需正处于强劲复苏中, 复苏趋势得到进一步确认, 经济不会出现第二次探底。工业产出加速增长; 固定资产投资在房地产拉动下快速增长; 消费维持强势; 通缩压力大减, 拐点出现。货币信贷超预期, 对实体经济发展的支持力度有所增强。财政收入大幅增长, 是短期经济强劲反弹的又一信号, 同时也为宽松的财政政策提供空间。前瞻地看: 房地产投资和出口将为四季度及明年经济增长提供坚强后盾。房地产投资已经成为经济增长的主要动力。3 季度出口仍将维持环比缓慢复苏态势, 但 4 季度以后出口同比将明显改善, 明年实际出口增速将达 10% 左右。同时, 政府仍将维持宽松的货币和财政政策, 大幅收紧的可能性很小。温家宝总理在 2009 年大连夏季达沃斯论坛的讲话有三个观点值得关注: 1) 现有政策已取得初步成效; 但是企稳回升的态势还不稳定、不巩固、不平衡, 要坚定不移地继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策。不能也不会在不适当的条件下改变政策方向。在讲话中, 温总理再次使用了“坚定不移”来强调维持积极财政政策和适度宽松货币政策的必要性, 重申今年他在多次讲话中均使用过的这一字眼, 表明目前政策并未转向; 2) 温总理第一次提出警惕和防范通胀风险, 显示决策层已经开始关注通胀出现及上升的压力; 3) 温总理强调: “更不能说一套做一套”, 显示他对保持政策的连贯性和持续性高度重视。因此, 在经济数据超预期和政府坚定不移地实行经济刺激政策背景下, 我们有理由相信, 作为经济晴雨表的资本市场在未来会向好的方面走的更远。

益民基金——这波是政策加技术主导的超跌反弹行情

随着呵护政策的出台, 加上经济数据强劲、股市短期调整充分三大因素的影响下, 市场将出现“维稳行情”, 预计时间上将反弹 3 周至 9 月下旬, 高度可见到上证指数 3000 点以上。我们建议提高仓位, 积极参与反弹, 加大短线操作频率, 把握板块的轮流反弹机会。我们认为本次反弹是暴跌后, 政策加技术主导的超跌反弹行情, 因此投资的指导思想是寻找反弹力度大的板块。看好短期跌幅大且基本面有支撑的行业房地产、煤炭、保险、有色、银行, 以及超预期的猪流感疫苗、汽车、工程机械、造纸, 出口复苏板块如化纤、电子元器件等。

东方基金——经济增长模式的转型难以一蹴而就

在经历了 8 月份的急跌之后, 前期的负面信息的影响有所消化, 调整后的政策信号趋于转暖, 宏观经济数据向好。从市场最为关注的投资、信贷、工业增加值和出口四个数据中, 投资、信贷、工业增加值均好于预期, 而出口增长率低于预期。经历了前期的大跌之后, 市场的风格将会发生转换, 将由流动性驱动转变为业绩驱动。8 月份的经济数据表明, 我国经济复苏的态势依然良好, 由于出口尚未明显的好转, 拉动 GDP 的主要动能还是内需。东方精选仍然保持较高仓位, 主要是基于对后市谨慎偏乐观的态度。中国宏观经济积极向好的态势依然坚挺。不过, 由于政府主导的投资难以高位持续, 外需依然不振, 内需启动受制于就业率下滑、社保水平不高、住房教育支出过大等因素, 经济增长模式的转型难以一蹴而就。8 月以来, 市场出现了调整, 东方精选基金适时进行了行业配置调整, 一方面降低了周期性行业的配置, 减少有色金属等波动较大行业的配置, 另一方面, 增加了诸如医药、食品、基础设施建设等防御性的投资品种。

天治基金——经济明年上半年可能进入过热阶段

我们看好中国宏观经济, 明年上半年可能进入过热阶段。未来股市的上涨动力将由确认复苏的估值水平提升向业绩支撑转变。而从市场流动性来看, 当经济进一步好转乃至过热和通胀再起时, 市场流动性的驱动力可完成由贷款向热钱以及存款活期化的转换。

天弘基金——经济基本面的回暖是确定的, 我们需要耐心

我们所需要的, 更多是耐心。从 3470 点到 2667 点, 市场只用了不到一个月便完成了 800 点的下跌, 这使得大家纷纷怀疑股市是否开始了二次探底的路程。的确, 这次的下跌过于猛烈, 但这种下跌, 却是建立在经济基本面逐步恢复的基础上: 基础设施仍然维持高投入、房地产需求环比增加、消费数据超预期、出口逐步回暖……而不确定更多只是表现在货币层面: CPI 回升偏快、信贷增速放缓、加息预期增加……如果把股票市场的内在价值和外在价格比作一个人和他牵着的狗, 那我们当前看到的便是人依然向前进, 而他所牵着的狗不再是疯狂的在前方领路, 而是开始左顾右盼。换言之, 不是价值停止了上升, 而是价格相对价值的领先有所减少。也许, 人手中牵着的狗会掉头向回跑, 形成所谓的“价值洼地”, 但牵狗的人向回走的概率却比较低, 毕竟, 经济基本面的回暖是确定的, 我们所需要的, 更多是耐心。

浦银安盛——可以通过其它投资者的一致预期做决策

现实中, 无论分析者如何试图做到理性分析, 但其实都难免于片面, 甚至矛盾。面对充满了无法解答的鸡和蛋关系的市场, 不同的投资主体采取了不同的应对之策。长线投资者, 如巴菲特, 因为自认为没有能力预测经济和市场, 因此选择不预测经济和投资的方式, 只买他认为有内在价值的公司。短线投资者, 如游资敢死队, 因为认为不需要预测经济和市场, 因此也选择了不预测经济和投资的方式(在这一点上, 敢死队和巴菲特到是具有相同的理念), 只买入他们认为明天能涨的公司。而中线投资者, 如基金等机构投资者群体, 既因为受业绩考核压力, 需要在每一个阶段都实现收益的最大化, 又因为受规模和机制限制, 不可能做敢死队这样的短线投资者, 所以只能基于对经济和市场波动的预测来进行波段操作。虽然连巴菲特都“从来没有见过能够预测市场的人”(巴菲特语), 但中线投资者依然可以通过对其它投资者对经济和市场可能达成的共识的预测来做出投资决策, 这听起来不够严谨和科学, 但却可能比单纯的自我预测更有助于投资。唯一的缺点是, 大家都过于关注其它人的看法, 容易导致投资行为趋同, 市场因此往往出人意料的暴涨暴跌。

泰达荷银——个股的个异性机会将逐步显现

总体来看, 上周市场如期进行了由“估值修复”行情转向“业绩推动”行情之间的换挡期的区间震荡整理。从目前情况来看, 经过前期大幅下跌之后, 市场整体估值水平基本合理, 杀跌的动能在减弱, 市场人气在逐步恢复, 后续个股的个异性机会将逐步显现。8月份CPI数据环比改善不少, 预计在未来的几个月中, CPI数据将会保持改善趋势, CPI“转正”可期。由于猪肉和蛋类价格的上涨, 8月份食品价格上涨1.5%, 非食品价格下降2.0%, 预计9月份农产品价格将呈现上行趋势。根据中国人民银行9月11日数据, 人民币贷款8月增加4104亿元贷款, 明显强于预期数据, 一扫市场前期悲观气氛。

银河基金——维稳基调下, 股市有望保持温和的上升格局

3000点上方, 面临30日线、向下跳空缺口等中短期的阻力。但短期均线以及半年报在下方构成支撑作用下, 指数有望继续保持温和的上升格局。更高层面, 十一维稳的大背景下, 证券市场也不会背离这个主基调。

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 3870 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。