

2009 年 11 月万家基金策略报告

——宏观指标支撑大盘，外围市场出现调整

万家基金研发部 李泽祥

- 投资态度和投资节奏：** 建议保持适中日均仓位和较宽投资仓位限制，以灵活机动的战术应对震荡的市场属性。受到四季度 GDP 增幅超 10% 的影响，11 月宏观经济指标出现大幅变化，工业增加值、发电量、CPI 和信贷数据将构成大盘支撑；但外围市场因为政策出现实质性退出、复苏力度减弱而出现高位回落的态势，对 A 股市场构成极为不利的客观环境。维持四季度报告中的策略有微妙变化，综合考虑 11 月份宏观经济指标、热钱流入情况和外围市场可能的表现，11 月策略持谨慎乐观态度。原因是经济复苏的力度会随着政策强度减弱而自然降低，但 11 月宏观指标普遍偏好，热钱继续赌人民币升值预期，市场由此开始进入紧跟宏观数据的慢牛期；解禁股、融资和再融资强烈地冲击着对 A 股市场，构成股指上扬的天花板；我们将自下而上构建成长性组合，转而在稳健的节奏下超配小盘低价低估值品种。持续关注货币政策动向，中央出现不同声音，政策处在摇摆不定的阶段；在经济复苏背景下的股市可能随着政策变化而波动。据此，我们认为未来一个月维持震荡格局，我们上调股指中枢至 3100，认为股指 11 月将在 3100 左右来回晃荡。虽然无法准确判断多空临界带，但初步划分为两种情景：3300 点以上保持低于市场平均仓位的配置，2900 点以下保持高于市场平均仓位的配置；在两者间的震荡区间内保持市场平均仓位。
- 经济预判：** 从宏观基本面判断，11 月宏观经济指标大幅好转央振兴经济决心已定，但政府内部尚未就增长与风险孰轻孰重达成一致；中国经济正走在康复之路；在就业和出口的双重压力下，扩张性货币政策的方向不变，流动性增速已经触及天花板，流动性是否向私人部门转移是判断经济是否能够获得资金的关键。但 11 月中国宏观经济政策将出现实质性“退出”。在 12 月中央经济工作会议召开以前，中央政府整体基调是——一致认为经济复苏已经确立，但受复杂外部环境影响。
- 市场预判：** 从市场表现判断，总体上的环境依然是较为宽松的，刺激政策并不会退出、实体经济流动性也依然宽裕、外部环境正在逐步好转，经济复苏的进程还会延续。受人民币升值预期的引导，热钱不断流入构成 A 股市场流动性充裕的局面。目前是从流动性引擎向增长引擎的换档时期，我们对市场整体相对谨慎，在流动性高峰已过的前提下，市场更可能表现为慢牛特点。**总体结论是，市场对政策摇摆调整过度，中国经济持续复苏，上市公司业绩会逐步改善，未来半年内震荡缓升不变，但股市上涨的速度之慢可能使短期趋势投资者频繁操作直至丧失耐心。至于风格，关于人们的关注点开始从流动性层面转向更加实质的业绩层面，所以有业绩支撑的公司将成为市场热点；市场风格向大市值、好业绩、低价低估值股票转移。**
- 行业配置：** 11 月持谨慎乐观投资态度，谨慎是市场过度恐慌下的一种自我保护，乐观是基

本面处在全面复苏的阶段；积极关注货币政策微小变化，对可能对股市的冲击。在战术上保持不变，即在局部市场采取游击战术集中优势力量主攻重点投资标的，积极寻找重大资产重组标的。自下而上寻找确定性增长的成长型企业是 11 月的主要策略。建议**超配**金融、地产、建筑等通胀预期和投资双驱动行业的周期性行业；**标配**增长确定高安全边际的防御性行业，通讯、TMT、消费、医药、酒类、旅游和外贸服务。在 11 月整个投资趋势寻找超跌反弹的版块，把握是重心下移，随着经济复苏逐步得到投资者确认，那么投资时钟将出现旋转，行业轮动自然要跟上趋势——我们投资重配行业逐渐从上游过度到中下游，注重消费升级带来的重大投资机遇，尤其是注意 3G 板块和高端百货等可能出现需求爆发的可能。低碳经济、“三农”问题和创业板很可能在 11 月因政策的出台，再次成为投资者跟风的热点。在通胀预期和惠农政策刺激下，我们建议**超配农业**。

目 录

一、回顾与展望	5
(一) 全球大牛市，唯中国异类	5
(二) “慢牛”特征：政策-经济-股市	9
二、投资逻辑：宏观政策-行业景气-企业盈利	12
(一) 11月宏观政策将出现实质性“退出”	12
(二) 11月周期性行业景气将出现显著复苏	14
(三) 11月是股市兑现盈利增速最高峰的重要时点	16
(四) 11月主题性投资机会将从调结构政策中产生	18
三、风格及行业轮动特征	20
四、市场预判	21
五、投资策略：寻找业绩超预期标的	23
(一) 大类资产配置	23
(二) 行业配置	23
六、同业观点	25
图 1 全球股市上涨唯中国异类	6
图 2A 股市盈率变化趋势	7
图 3A 股市净率变化趋势	7
图 4 货币供给增速开始稳定	10
图 5 惜贷现象缓减融资环境改善	10
图 6 国债收益率曲线	10
图 7 政策性金融债收益率曲线	10
图 8 国债和政策性金融债利差曲线	11
图 9 利率期限结构差异曲线	11
图 10 解禁股长短期潜在供给冲击	12
图 11 实际减持与解禁时间严格对应	12
图 12 融资和再融资潜在供给冲击	12
图 13 股市供给总体状况	12
图 14 行业景气度变化趋势	15
图 15 行业周期运行状况	16
图 16 最近一月估值风险	20
图 17 最近一月盘面风险	20
图 18 最近一月小盘股跌幅最大	21
图 19 最近一月低估值股票跌幅最大	21
图 20 为什么扩张性货币政策在当下会产生泡沫	23

2009年11月中国经济恢复相对较快且具有持续性,保持[8.5%, 11.5%]的增速。实体经济方面:出口好转仍不明显,消费增速继续下行;物价企稳回升(市场甚至开始担心通胀);我们认为,物价指标在7月份后跌幅将降低,全球充沛流动性下通胀预期将来临。值得欣慰的是,固定资产投资将保持高位稳定增长,各项微观指标显示工业增加值增速不再快速下滑且呈企稳之势。虚拟经济方面表现显著强于实体经济;虽贷款和M2还将继续增加,但增速将显著放缓。民间投资启动,房地产投资开始较快增长,开发商拿地开工刺激上游行业复苏;汽车和奢侈品销量持续增加。从市场表现判断,泡沫已经出现,但程度算不上严重;从泡沫生灭周期看,泡沫刚刚开始,还将靠着惯性持续一段时间。总体结论是,市场维持上涨的趋势。

一、回顾与展望

国际股市表现出经济复苏早期的震荡回升特征。上半年全球主要股市呈现回升趋势,我们认为这种趋势会持续到11月。

世界经济已经进入衰退奠定了全球熊市的基础,这是未来较长时间内股市运行的基本面;但是全球流动性泛滥肯定会催生结构性泡沫;经济衰退和流动性泛滥交互冲击,注定了全世界股票市场长期维持一个震荡格局。从全球领涨板块看,低风险和需求刚性成为反弹的主线,集中在医疗保健、商品零售和大众消费。然而,中国处在经济起飞阶段和工业化阶段,基础设施建设成为未来经济的强劲驱动力量,政府主导的基建投资是从中国股市第一波上涨的催化剂;由此引发的经济复苏将是第二波上涨的催化剂。

(一) 全球股市进入滞涨状态

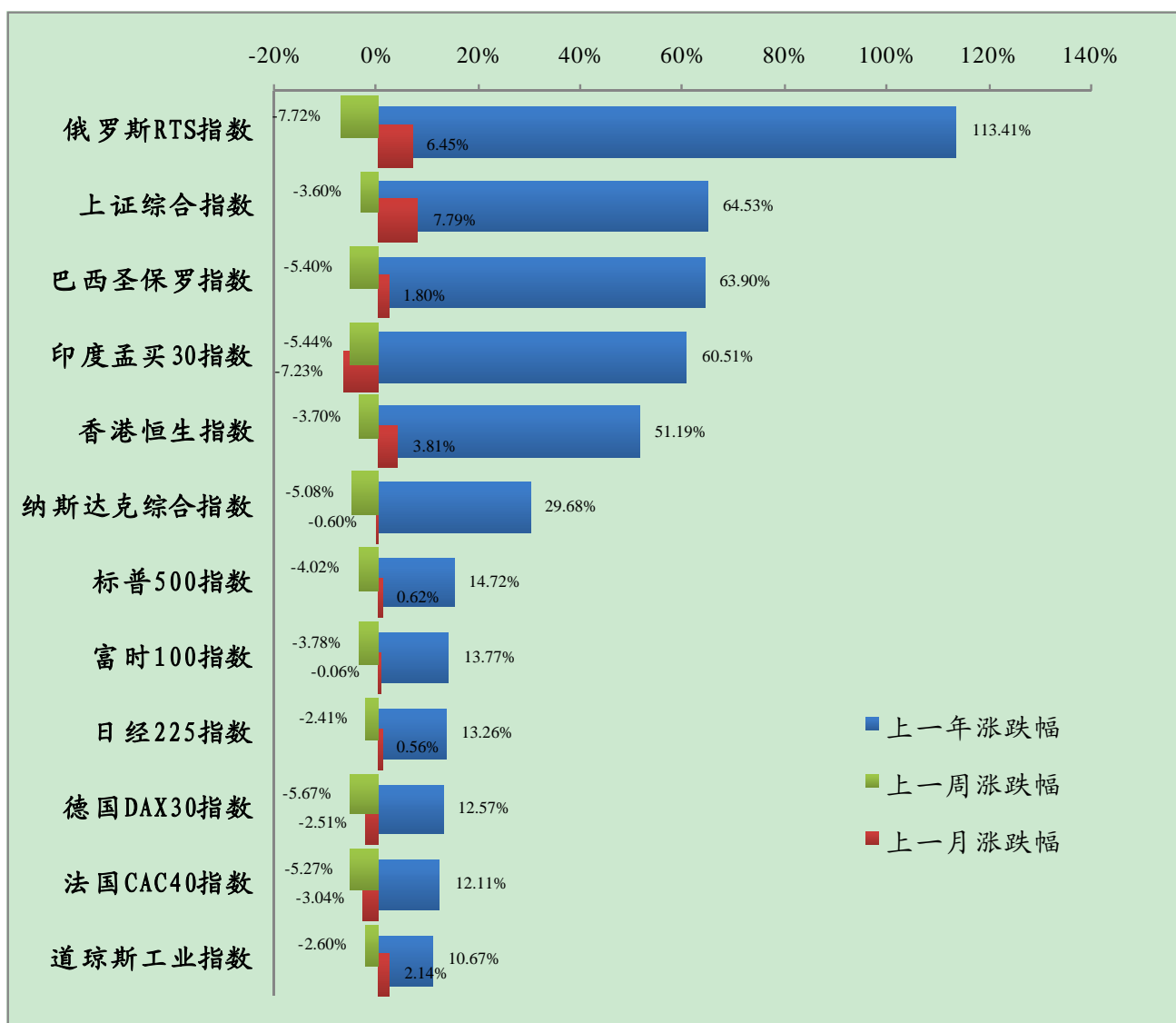


圖 1 全球股市進入滯漲狀態

數據來源：BLOOMBERG。

中國經濟正走在康復之路；在就業和出口的双重壓力下，擴張性貨幣政策的方針不變，流動性增速已經觸及天花板，流動性是否向私人部門轉移是判斷經濟是否能夠獲得資金的關鍵。從政策刺激期轉入曲折復蘇期。我們認為並沒有必要過度悲觀，目前的變化是增速高點的變化，總體上的環境依然是較為寬鬆的，刺激政策並不會退出、實體經濟流動性也依然寬裕、外部環境正在逐步好轉，目前是从流動性引擎向增長引擎的換檔時期。


图 2A 股市市盈率变化趋势

图 3A 股市净率变化趋势

注：(1) 数据来源：WIND。(2) 当前 PE=24 X, PE=3.2X; (3) 由于计算方法差异与表 1 数字有差异。

表 1
世界主要市场估值对比(BLOOMBERG)

指数	当前收盘	PE	日均波动	3 年平均	7 年平均	PB	日均波动	三年平均	7 年平均
上证综合指数	2995.85	31.72	23.81	30.07	30.29	3.20	27.10	3.82	2.43
俄罗斯 RTS 指数	1348.54	16.07	-44.60	9.30	7.33	1.11	19.67	1.37	0.83
巴西圣保罗指数	61545.50	25.29	59.07	13.92	99.07	1.97	-3.08	1.86	1.02
印度孟买 30 指数	15896.28	19.27	-23.63	17.75	14.93	3.13	-21.55	3.81	2.87
道琼斯工业指数	9712.73	15.17	0.48	15.49	17.62	2.62	0.47	3.44	3.35
标普 500 指数	1036.19	20.98	-1.24	15.96	18.66	2.13	-6.80	2.44	2.88
纳斯达克综合指数	2045.11	35.37	-7.81	29.97	46.35	2.34	-12.71	2.97	3.32
富时 100 指数	5044.55	127.63	130.55	20.51	28.27	1.90	-6.10	2.03	2.07
法国 CAC40 指数	3607.69	13.79	-13.70	11.97	14.53	1.30	-20.61	1.68	2.06
德国 DAX30 指数	5414.96	44.41	-8.35	16.94	25.70	1.42	-16.72	1.64	1.43
日经 225 指数	10034.74	24.38	0.00	20.01	43.25	1.34	-4.28	1.60	1.65
香港恒生指数	21752.87	22.74	12.63	15.05	15.56	2.08	11.74	2.06	1.76

注：PE 和 PB 是指当前值；日均波动的单位是 BP，指 PE 和 PB 的月均波动；3 年和 7 年平均的统计区间是以交易日为单位。

股市每天都在想着下一个推动市场上涨的驱动力在哪里。随着 3 季报的结束和 3 季度经济数据公布完成后，市场开始重新思考经济增长的质量。标准普尔 500 指数今年以来已经从低点反弹 55%。自 3 月份以来走出的是单边上涨的行情，没有像样的调整。如果暂时找不到新的驱动力，同时市场又不看好 4 季度和 2010 年的经济增长，回调是个大概率事件。

图表 1 标准普尔指数比 2006 年的高点仍下跌 38%，但短期面临回调压力增大



从估值看，尽管标准普尔比 2006 年的高点还要低 34%，但市盈率已经超过了 2006 年，达到 21 倍。市场需要时间来换取盈利的进一步增长。从这个角度看，市场跑得比盈利的改善更多。

如果股市下挫，将会导致风险规避情绪的上升，美元升值，对大宗商品价格构成压力。这是我们需要关注的一个重要风险点。

股市下跌和商品价格上涨在历史上也同时出现过。如在 2008 年，石油冲向 147 美元的过程中，美国股市连续下挫。主要原因是市场担心高油价对经济的打压。在刚刚过去的 10 月份，从股市到风险规避情绪，到美元走强，再到商品价格下跌的逻辑表现的非常明显。但如果是经济基本面的逻辑（包括利差等因素），超过股市的技术性回调逻辑，美元和商品市场走出独立于股市的行情还是非常有可能的。

图表 2 标准普尔 500 指数的估值水平也经超越 2006 年的高点



(二) “慢牛”特征：政策-经济-股市

我们认为 11 月 A 股市场将出现“慢牛”的特征。逻辑主要基于：本轮经济复苏实质上是政府向市场注射“强心针”引发快速反弹的结果，但大量货币和廉价的资金为“泡沫崩溃”埋下隐患，政府从市场中“退出”只是时间问题，未来经济复苏的力度可能会随着刺激政策全球性“退出”而减弱。而在政策真空期内，市场的上涨力度也将随着经济复苏的强度而降低。

11 月扩张性货币政策将出现“实质性”退出；在新政策出台之前中央政府在观察经济复苏的过程，11 月自然成为政策“真空期”，不会有改变市场趋势的大政策出台；在政策市色彩淡化的背景下，寻找 EPS 超预期是所有股市永恒的原则，更加凸显该原则的重要性。

11 月中国宏观经济政策将出现实质性“退出”。在 12 月中央经济工作会议召开以前，中央政府整体基调是——一致认为经济复苏已经确立，但受复杂外部环境影响（注意中央一直不认为本轮中国经济快速下滑的根源来自自身，也不认为自身会拖累世界经济整体复苏；过去的祸害来自海外，未来的隐患还在海外），中国经济复苏的基础尚不稳固；由此推断，能够影响

市場趨勢的全局性政策出台概率較小，這就注定了 11 月 A 股市場“政策市”色彩較淡的特徵。

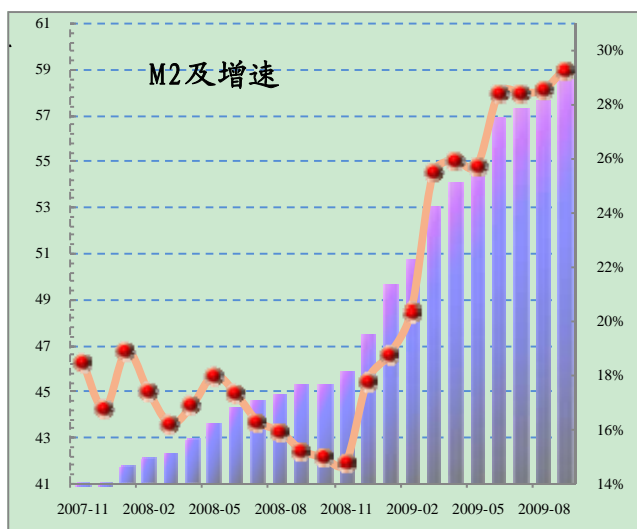


圖 4 貨幣供給增速開始穩定

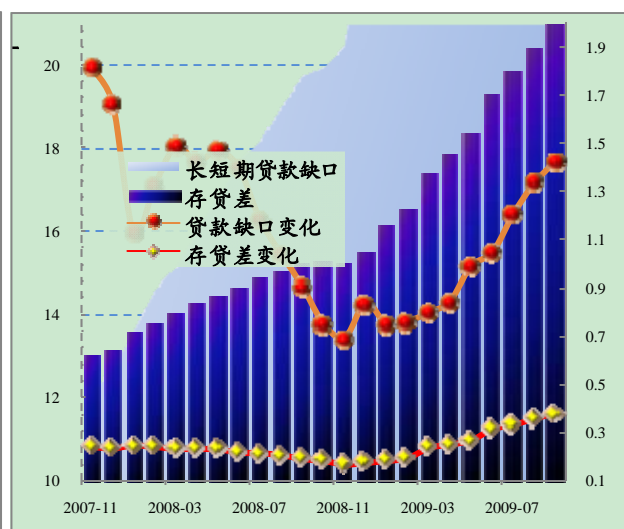


圖 5 惜貸現象緩減融資環境改善

注：(1) 數據來源：國家統計局。

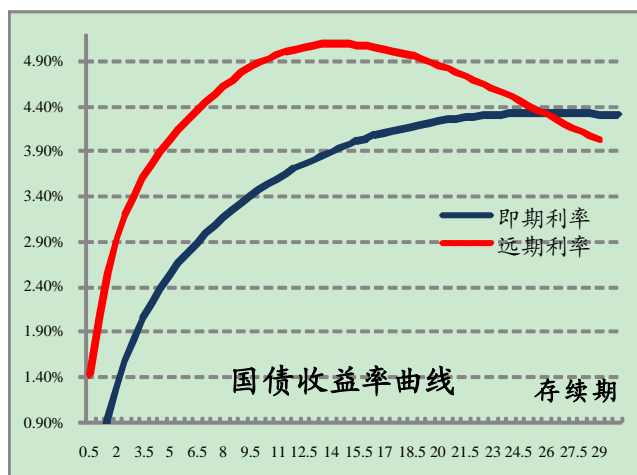


圖 6 國債收益率曲線

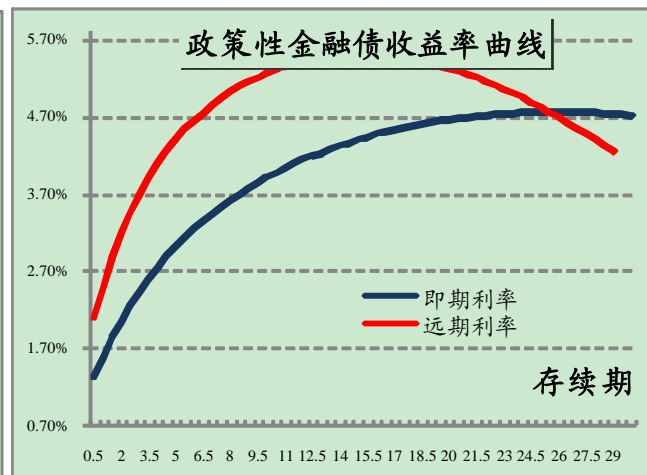


圖 7 政策性金融債收益率曲線

注：(1) 數據來源：貨幣市場指數。

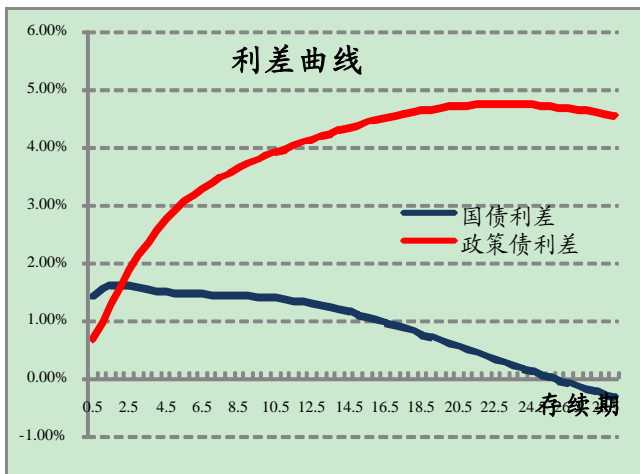


图 8 国债和政策性金融债利差曲线

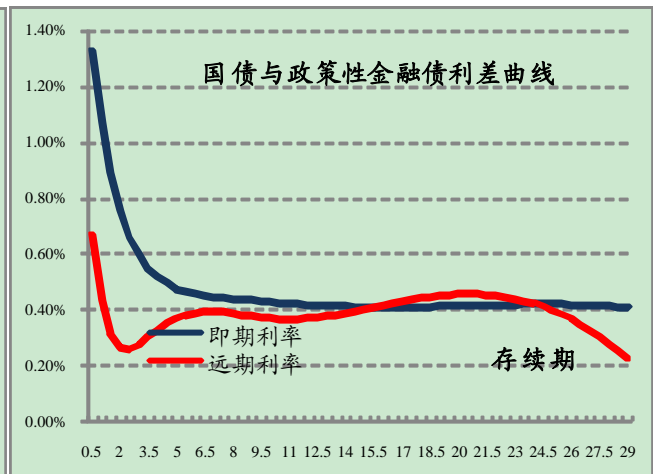
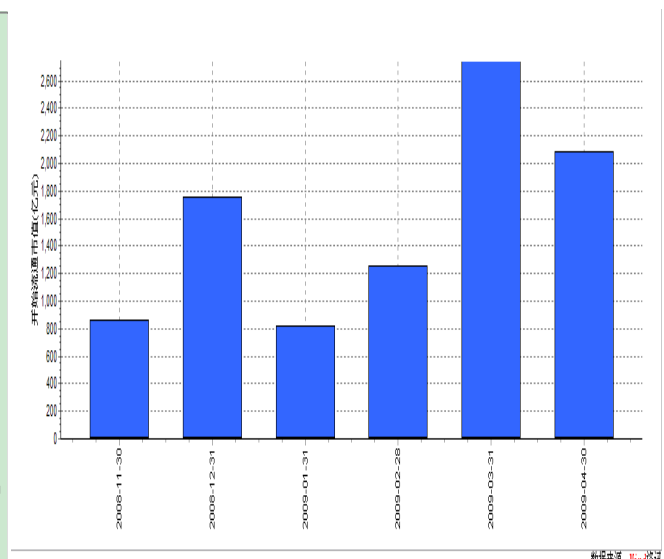
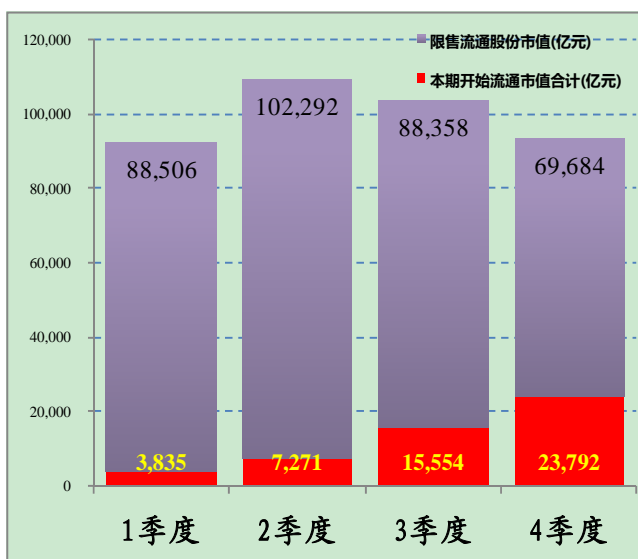


图 9 利率期限结构差异曲线

1) 数据来源：货币市场指数。

但与此同时，我们必须对证券市场供给保持足够的警惕。一方面，中国股市存在大小非解禁风险不能不说是世界资本市场独特的“景观”，规避大小非解禁的冲击是选股时要时刻绷紧的一根弦（图 10）。实际减持股票数量与大小非解禁时刻表存在严格对应关系（图 11），尽管国有股由社保账户转持在一定程度上可以缓减短期供给压力，但不能不说是一个长期隐患。另一方面，IPO的开闸会从供给面压低A股估值；第三季度IPO高达 1048 亿（图 12），未来半年内保守的融资额可能超过 5000 亿（图 13）。解禁股、融资和再融资强烈地冲击着对A股市场，构成股指上扬的天花板；也难怪当全球股市一片上涨的当口，A股市场表象出“怪异”之跌势！



数据来源：Wind 资讯

图 10 解禁股长短期潜在供给冲击

注：(1) 数据来源：wind。

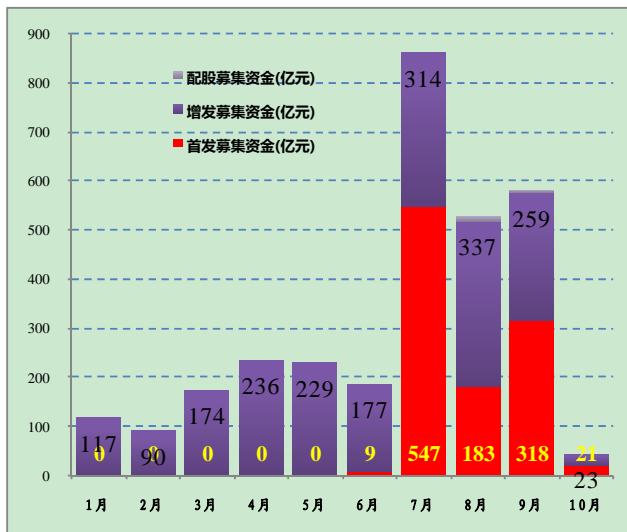


图 12 融资和再融资潜在供给冲击

注：(1) 数据来源：wind。

图 11 实际减持与解禁时间严格对应

表：未来融资压力不容小觑

	家数 (个)	拟募集资金 (亿元)
过会待发的主板 IPO	40	404
有待执行的再融资预案		
增发 (亿元)	169	4087
配股 (亿元)	20	747
小计	189	4834
已提交的创业板 IPO	149	336
合计	378	5574

注：1. 数据截至9月18日。
2. 再融资仅统计了今年以来通过董事会预案、且需要现金融资的项目。

资料来源：WIND，申万研究

表：巨额解禁股虎视眈眈

	股改限售股票 亿元	央企持股票 解禁市值	非央企持股票 解禁市值	累计减持市 值	尚未减持的、非 央企持有的股改 解禁市值
截至2009年9月18日	31953.3	5740.4	26212.8	1910.8	24302.1

资料来源：WIND，申万研究

图 13 股市供给总体状况

二、投资逻辑：宏观政策-行业景气-企业盈利

(一) 11 月宏观政策将出现实质性“退出”

我们认为，11 月中国宏观经济政策将出现实质性“退出”。在 12 月中央经济工作会议召开以前，中央政府整体基调是——一致认为经济复苏已经确立，但受复杂外部环境影响（注意中央一直不认为本轮中国经济快速下滑的根源来自自身，也不认为自身会拖累世界经济整体复苏；过去的祸害来自海外，未来的隐患还在海外），中国经济复苏的基础尚不稳固；由此推断，能够影响市场趋势的全局性政策出台概率较小，这就注定了 11 月 A 股市场“政策市”色彩较淡的特征。但我们并不认为，中国 A 股市场“政策市”的本质有任何变化；结构性政策的出台，仍会使得某些行业板块出现较大涨幅。

九月下旬结束的二十国集团第三次金融峰会中，与会各国领导人表示仍然不能过快撤出经济刺激计划，这样才能保证全球经济平稳发展。但是由于经济复苏步伐不一致，同时随着经济复苏迹象进一步显现，各国政府在有望 11 月开始考虑并执行各自保增长政策的前期退出策略。但各国政府执行退出策略的时点和采取的方式都有一定不确定性。作为率先复苏的主要经济体，国内宏观调控政策已经显现出从 β （“保增长”）转向 α （“调结构”）的迹象，并造成了市

场的大幅度振荡。后期值得注意的是，每年11月是政府做宏观经济决策的重要时间窗口。除了盈利基本面外，11月影响市场走势另外一个重要因素是政府宏观调控政策的走向。在2002年到2007年，国内实体经济经历了一个完整的从复苏到过热过程。这个过程中，虽然实体经济保持了较好的增长，但过程中凡是政府出台了涉及“地根”、“银根”或者房地产行业等的重大政策时，国内股市都会在随后一定时间段内出现明显的向上/向下波动。虽然导致这些波动的因素不完全是政策，但是政策调控变化的影响仍不可忽视。

比较重要宏观调控政策出台的时点以及对股市影响的表格来看，重要调控政策出现频率最高的分别是四月、七月以及十一月，分别各自出现了两次。其次，分别是五月、六月和十月，各自出现了一次。事实上，按照下面国内宏观调控部门决策一般流程的时间表来看，即将到来的11月将会是政府宏观调控决策的重要时间窗口。在十月份，政府不但要通过三季度GDP等数据来分析三季度经济形势，并对11月工作做进一步安排。另外，更为重要的是，政府还要开始研究下一年经济工作思路，并为年底中央经济工作会议做准备，制定明年经济政策基调。就明年的调控决策而言，政府还是面临着不少困难，如：最近在20国集团金融峰会中，美欧等发达经济体要求中国拉动内需进而促进全球再平衡的声音在增强。政府在11月如何并且何时进一步将政策转向调结构将会对市场造成不确定性，并使得市场波动率处在比上半年高的状态——市场处在振荡市中。当然，政府出台一些促进“调结构”的政策将有望使得股市产生政策驱动的结构性的机会。

时间	宏观经济调控一般决策流程
08年11月	11月5日推出扩大内需促进增长十项措施，即四万亿方案，同时大幅度降息，启动并执行保增长政策
08年12月	中央经济工作会议，确定“把保持经济平稳较快发展作为明年经济工作的首要任务”的基调
09年1月	关注上年12月及全年数据，推进已确定开展的工作，如：落实对相关保增长项目信贷资金投放等
09年2月	关注开年走势，推进已确定的工作，如：审批通过产业振兴规划。央行进入货币政策观察期
09年3月	全国人大作政府工作报告，将主要工作进行分解；关注前2个月经济形势，并与预期进行比较；将之前制定政策力度与实际面临的经济形势进行比较。两会后推出相关振兴计划细则并进一步落实
09年4月	全面分析一季度经济形势，研究确定近期政策。制定促进房地产投资复苏政策，强化保增长
09年5月	推进4月份确定的工作，关注4月份经济运行情况
09年6月	推进已确定的工作，关注5月份经济运行情况
09年7月	全面分析上半年经济形势，确定下半年经济政策。在保增长的前提下，启动政策微调，显现出宏观调控政策从 β （保增长）转向 α （调结构）的迹象
09年8月	落实下半年工作部署，关注7月份经济运行情况
11月	落实下半年工作部署，关注8月份经济运行情况

09年10月 分析前三季度经济形势，部署11月工作，预计全年走势，研究制定下一年度经济工作思路
09年11月 落实11月工作部署，关注 10月份经济运行情况
09年12月 中央召开经济工作会议，确定下年工作思路。各部门召开会议，贯彻中央经济工作会议精神

（二）11月周期性行业景气将出现显著复苏

中国经济正处于高速成长期，国民经济中主要行业表现出高景气的特征；但是各行业景气程度不一，信息传输、计算机和软件业的景气程度始终处于各行业的前茅，具有很高的投资价值。另一方面，工业、房地产和交运仓储已经开始触底反弹，我们认为这一趋势在未来一段时间将会持续；重要的是，建筑业受到经济衰退的冲击开始显示出疲软之势，我们应该尽量规避这类行业。

由于后期市场走势从P/E扩张转变到了盈利驱动。因此在进入11月后，观察工业品价格走势是从关联度比较高的周期性行业中寻找结构性机会的重要观察角度。以往数据比较也显示，即时历史上和大盘关联度比较高的周期性行业，当它们产品价格出现阶段性上涨趋势时，也往往能够获得比较好的绝对和相对收益。

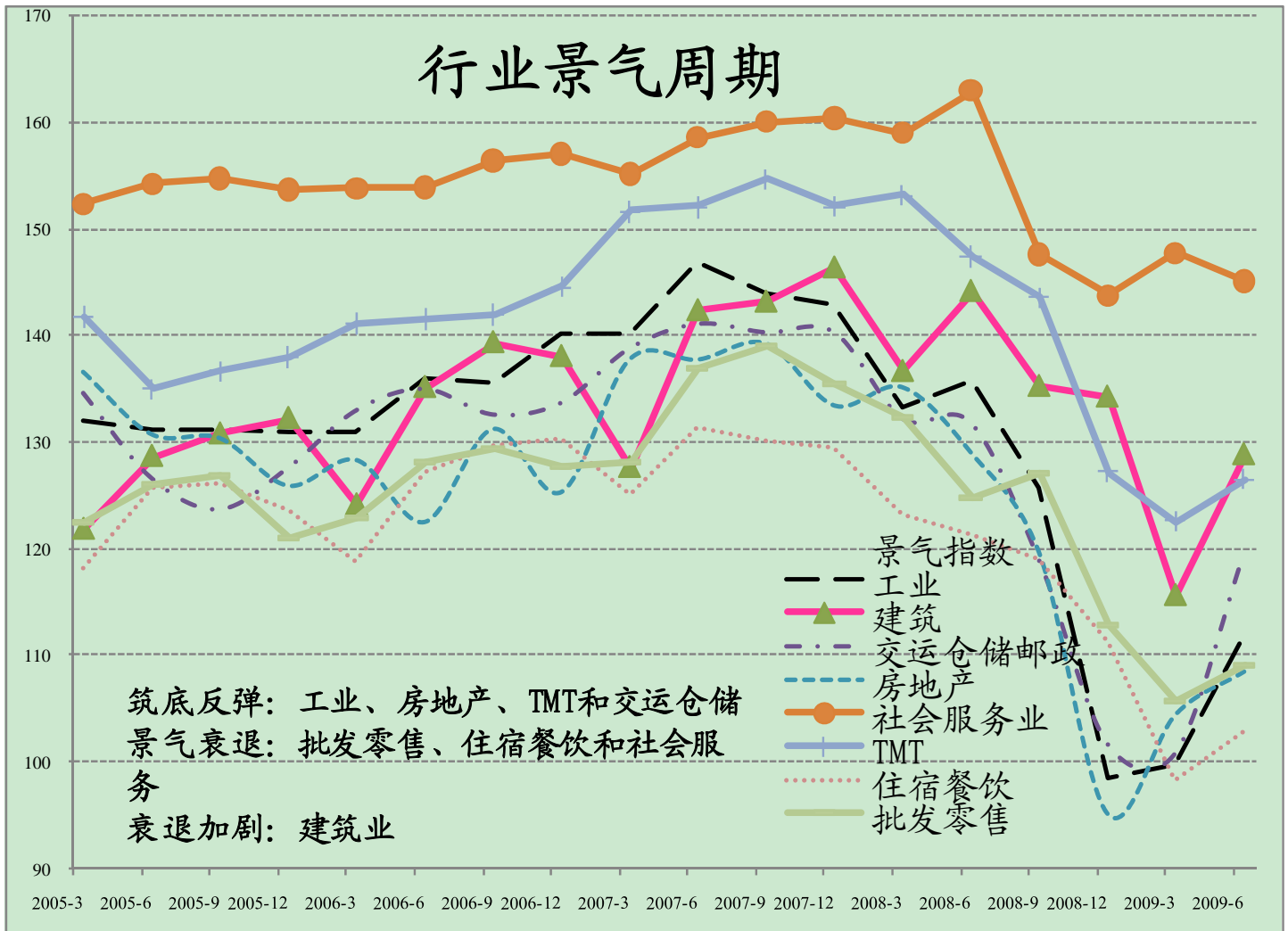


图 14 行业景气度变化趋势

(1) 数据来源: wind 数据库。(2) 灰色以下的行业低于国民经济中企业平均景气度。

各行业随着国民经济呈现周期性波动，但行业特征决定了各行业成长性有着显著的差异。目前，中国经济正随着世界经济一同进入相对缓慢的增长期。从各行业景气程度的变换特征来看，本轮经济周期可能始于 2004 年末，到 2007 年中达到繁荣的高潮，国民经济从 2007 年 11 月出现了衰退的迹象，各行业景气指数纷纷下降。然而，在经济衰退期间，行业景气出现了分化。

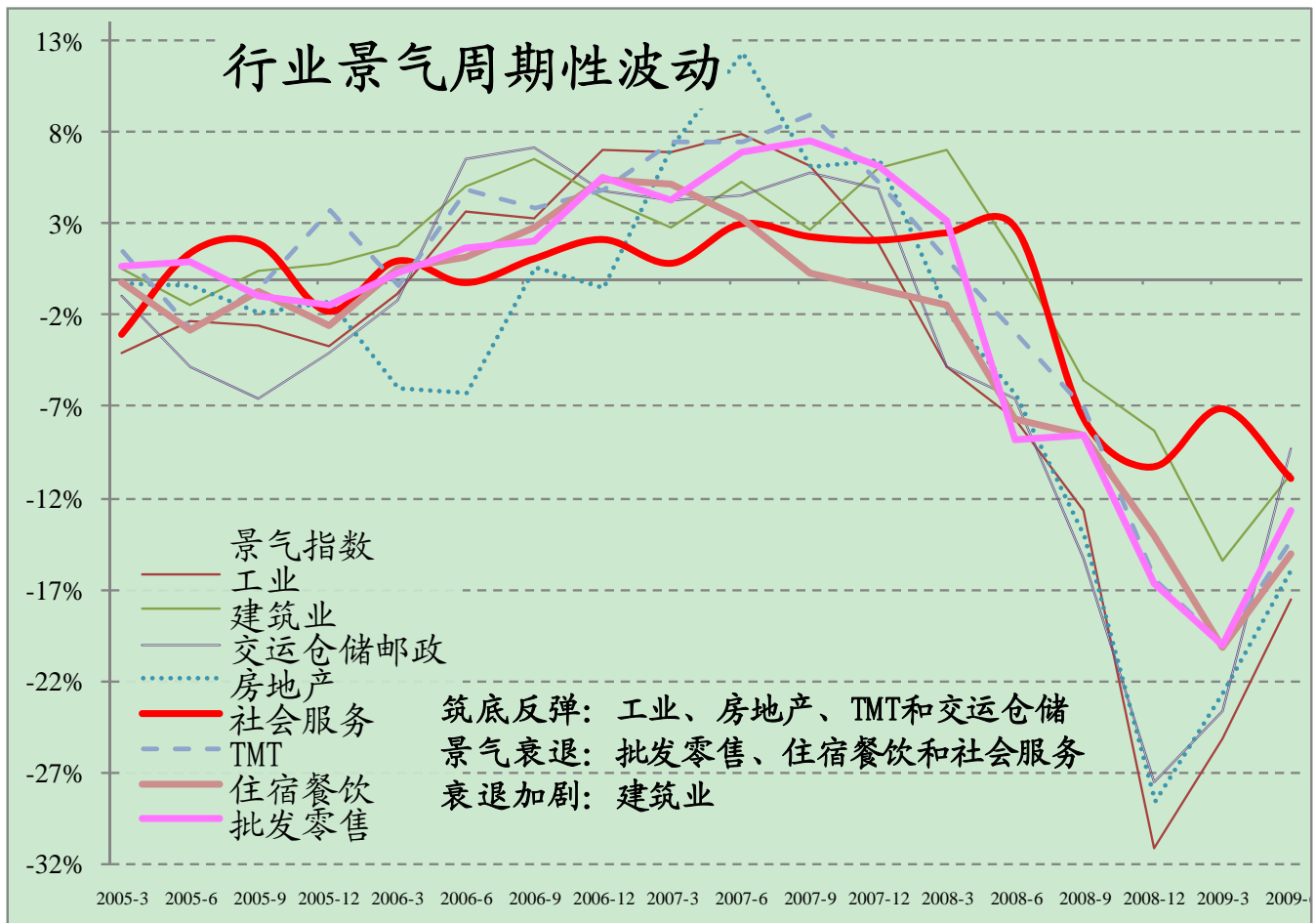


图 15 行业周期运行状况

(1) 数据来源：wind 数据库。(2) 浅蓝色内部区域，景气度上升周期的行业升幅落后于平均升幅，而景气度下降周期的行业降幅小于平均降幅。

(三) 11 月是股市兑现盈利增速最高峰的重要时点

宏观经济逐渐好转，上市公司利润逐渐恢复，政府主导的基建投资成为中国经济走出衰退的驱动力，政策刺激型公司利润将保持稳定增长。我们初步判断，上半年上市公司业绩增速在[-12%，-18%]之间，但 11 月业绩有大幅而显著的回升，其中有基数效应，但更主要的是经济复苏早期企业业绩逐步释放的结果；初步判断上市公司 11 月业绩增速在[15%，20%]之间，全年业绩增速在[10%，18%]。

考察 A 股上市公司利润增速，我们必须首先对其结构进行分解。从近年来 A 股净利润结构变化来看，金融行业利润占比不断提高，09 年 1 季度，“金融+能源”利润占比达到 82%，远超过 57% 的市值占比，预测 A 股利润增速的重点落在“金融+能源”两个行业。剩余 18% 的利

润绝大多数来自于中下游制造。

随着通胀预期的逐渐强化，我们判断降息周期结束。11月银行业净息差随升息而扩大；随着通胀见底，净息差将在2季度触底反弹，贷款11月仍将保持快速增长（虽然环比下滑），贷存比逐步攀升，而且盈利性强的资产占比开始增大；而且随着经济复苏，银行坏账率有望下降，因此，我们判断银行业利润逐季好转，全年预计增长8%。

房地产也受益于通胀，CPI和房价正相关，M1增速比房地产销量领先。由于在低利率和首付隐性降低，加上2008年被压抑的需求释放，2009年上半年自住型需求爆发性释放，排队买房和开发商捂盘囤积居奇的现象再现；11月，随着流动性泛滥引发的通胀预期愈加强烈，投机型房地产需求将再度接棒，刺激房地产投资和建设新一轮高潮，地产泡沫继股市泡沫之后又起。政府与开发商之间唇齿相依关系决定了在失业高企、外需疲软的背景下，地方政府没有动力约束地产泡沫，当且仅当这种泡沫威胁到金融稳定时，政府才会出台强制性政策，我们预期2009年11月房地产泡沫问题不会严重到如此程度。

我们通过拟合模型观察对工业企业利润影响明显的因素，可以发现对上中下游工业行业利润增长的影响因素存在差异，其中代表下游需求的M2及中上游PPI是对整体工业利润增速影响明显的指标，而上游PPI对整体工业利润表现为负贡献。11月将迎来中上游工业品价格的同比转正，按照我们的利润模型11月单季利润同比涨幅会明显跳升至接近50%的位置，企业利润增速在11月进入阶段性高峰期。由于今年年初的工业品价格环境与去年年底基本持平，并且高货币投放的M2增速对价格拉动存在时滞，11月开始的阶段性利润高峰可能会持续至明年二季度，其中明年一季度的利润增速波峰将在接近55%的位置，在二季度后期离开阶段性的利润增速高峰。中期来看2010年的宏观环境将继续向好，我们预期2010年工业企业利润增速为30%左右，走势上为前高后低的走势，工业类板块利润在2010年将回复到2007年水平。考虑进银行的盈利增长，整体A股利润在2010年可能达到28%左右。由于阶段性利润增速高峰的存在，以及确认复苏之前中美经济刺激政策仍继续保持同向，年底之前市场仍会比较安全的阶段。

以沪深300为例，今年的中报业绩同比下降13%，但市场预期2009年全年的业绩增长20%，下半年需要同比增长80%，才会符合这个预期。需要注意的是剔除银行和石油石化，这样的落差更大（以下为沪深300净利润同比增长情况）。

	1H2009	2009 一致预期	2010 一致预期
全部	-13%	20%	24%

剔除银行	-17%	30%	29%
剔除银行及中石油、中石化	-38%	30%	33%

当然需要注意的是 2008 年下半年的业绩基数比较小，为 2800 亿，只完成全年的 35%。2009 年市场预期完成 5000 亿，能够完成吗？需要强调的是在业绩最好的 2007 年下半年完成 4300 亿。（以下为沪深 300 历年下半年利润完成情况）

单位：亿	2H2007		2H2008		2H2009 一致预期	
	净利润	占全年比例	净利润	占全年比例	净利润	占全年比例
全部	4300	50%	2800	35%	5000	55%
剔除银行	2900	50%	1300	33%	3100	60%
剔除银行及中石油、中石化	2100	55%	470	18%	2100	60%

（四）11 月主题性投资机会将从调结构政策中产生

1、低碳经济

如果说 2001 年中国加入 WTO 是在西方既定的“游戏规则”中抓住机遇，那么近期无论是国家主席胡锦涛 9 月 22 日在联合国气候变化峰会提出所谓的“碳密度目标”等措施，还是国务院总理温家宝 21 日和 22 日召开三次新兴战略性产业发展座谈会，都表明国内经济决策层后期将会积极主动地参与并抓住气候变化相关领域的机遇，并将之作为非常重要的一部分包含在未来若干年国内总体经济增长和调结构规划中。事实上，无论是去年已公布的财政保增长规划，还是九月份准官方机构公布的温室气体排放分析都表明后期中国在推动这个领域的政策制定上可能会走在全球前列。而从政策制定的时点上来看，十月份到年底，国内外将会有一系列涉及气候变化的重大相关政治经济活动举行，如：奥巴马访华、哥本哈根气候谈判、中央经济工作会议以及十二五规划前期制定准备工作等。气候相关政策有望在 11 月密集出台并为低碳等相关领域带来结构性机会。12 月 7 日-18 日，将在歌本哈根召开《联合国气候变化框架公约》缔约方第十五次会议暨《京都议定书》缔约方第五次会议。距离这一日期已经越来越近。对气候问题、对低碳经济的关注也会由此而升温。在接下来哥本哈根会议之前还有 2 次准备会议召开。从目前的进展看，尽管各国对气候问题的严重性上基本有已有共识，但在达成最终减排方面仍然问题重重，各国之间的博弈似乎还不明晰。尽管，对最终气候会议的结果现在还无法进行确定的预期，但各国在内部对应对气候问题上都已开始采取措施。中国今年以来，面对逐步加大的国际压力，在国内气候环境问题上也积极推进相关举措：“节能产品惠民工程”、推广高效照明产品、节能与新能源汽车示范试点、“金太阳示范工程”等一系列措施推进节

能减排，发展低碳经济。

从中长期角度看，我们认为气候问题以及其衍生出来的低碳经济将是未来几十年内产业演化的重要推动力量，产业发展的空间无疑是巨大的，因此对低碳经济，我们应从一个长远的角度来认识其巨大的成长性机遇。根据对中国碳排放的远景，高排放工业（按次序是：化工、钢铁、水泥、煤炭开采、废弃物处理等）、建筑和电器、道路运输是未来主要的温室气体排放领域。而根据分步的碳减排，在第一步正常措施下的碳减排下，节能能提供最大的碳减排贡献；但仅仅正常措施下的减排无法适应环境的碳减排需要，还需要通过进一步的措施进一步减排，那么在这个过程中，新能源、建筑节能是碳减排的主要方面。沿着中国未来碳排放和碳减排的产业路径，低碳经济下，节能（工业节能、电力设备节能、建筑节能、半导体照明节能）、减排（新能源汽车、环保设备）、新能源（太阳能、核能、风能等）和 CDM 的投资顺序是比较适宜的选择。

2、“三农”

从观察农业板块整体走势的角度出发，三个因素会对农产品板块的整体走势产生影响，这三个因素是农产品价格、农业政策出台以及农产品板块的防御属性。这三个因素所能发挥的作用决定了农产品板块最终能够获得的相对走势。从农业政策的角度来看，受到秋粮收获和越冬作物进入播种期的影响，11月开始会进入农业政策发布的集中期，直至明年一季度达到高点，因此相比于过去的几个月11月政策因素有更多的利好概率。整体市场从上半年的单边上涨转为更多的振荡波动，这也会有助于农产品板块的防御属性发挥作用。

3、创业板

中国证监会宣布，将于9月17日召开首次创业板发审会，首批会有7家企业上会。这意味着，创业板的正式面世已在眼前。在首次创业板发审会后，还会有持续的发审会召开。这也是创业板形成板块效应的要求，有防止初期股票供不应求而形成爆炒局面的考虑。这意味着，后续一段时间创业板的新股发行上市将重新成为市场的热点之一。

从前期证监会公布的数据看，目前已受理149家企业，发行前总股本为114亿股，拟筹集资金为336亿元，平均每家企业筹资2.25亿元。这个融资规模对A股的资金面不会造成实质影响。从预披露的7家拟创业板上市的企业情况看，主要分布在以下几个行业：制造业2家（机械、电气设备制造）；医药行业2家（医药、医疗器械）；服务业3家（软件2家、设计服务1家）。这些行业的成长性较为突出，并且这些企业都在各自行业已经累积了一定的优势。从这些企业的股东看，绝大部分是自然人股东，只有1家是国有企业旗下的公司。因此对于参股创投概念而言，创业板企业上市所能带来的直接收益可能会较为有限。

从预披露的 7 家企业的财务数据看，近几年的财务状况都较为良好，ROE 处于较高的水平，一些企业在近几年也出现了较大的成长。我们认为创业板的推出，将带来一批具有成长潜力的新公司的上市，这些公司集中分布在一些新兴的、成长型的行业中，这可能会使市场对于成长型企业、成长型行业的关注度继续升温。

我们认为随着创业板的推出，A 股市场可能会对成长性予以更多的关注，在创业板相关企业被赋予较高估值的潜在预期下，A 股相关行业和企业也可能获得估值方面的溢价，我们认为这一线索的投资价值相对更高。从前文待过会的 7 家公司的行业分布，以及证监会提及受理的 149 家创业企业的行业分、以及对创业行业的统计结果看，创业板未来的企业的主要行业分布大致将会是：TMT、医药、新材料、新能源、先进制造业（如机械、电气设备等）、其他现代服务业。在上一期周报中，我们在构建成长性组合过程中就提到要重点关注这些新兴行业所带来的持续的成长空间。因此，我们建议对 A 股中以上行业继续保持重点关注。参股创投公司的 A 股上市公司，是传统的受益于创业板推出的关注方向。在之前，也已经经过了市场反复的追逐。在创业板即将推出的预期下，这些公司仍然会受到创投概念的推动。

同时，值得提出的是，参股创投的逻辑是未来创业板上市给创投公司带来回报，进一步给相关参股创投的上市公司带来回报，这个过程上市公司最终受益程度可能是较为有限的，而在上市公司已经因为参股创投市值得到了较大幅度增长后，这一投资线索缺乏持续的成长动力。

三、风格及行业轮动特征

全球性经济复苏和通胀预期构成了当前证券投资的大背景，什么行业能够受益于这一正一反的趋势？这是全球投资者最为关心的头等大事。

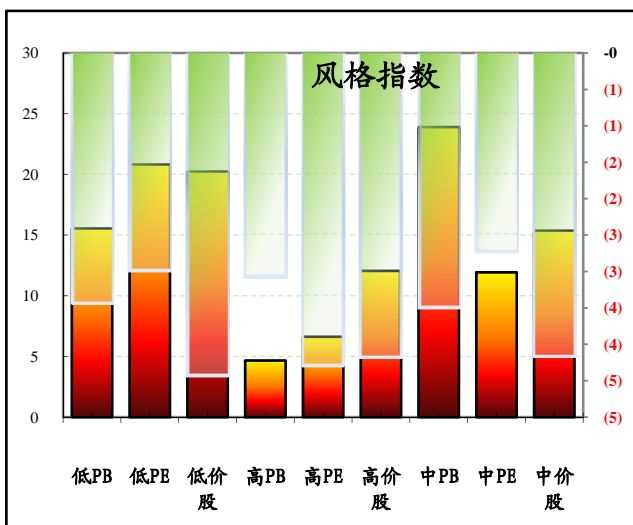


图 16 最近一月估值风险

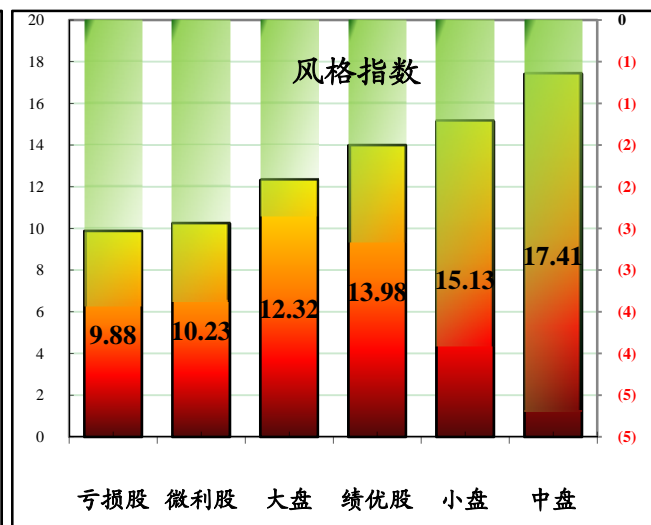


图 17 最近一月盘面风险

注：(1) 数据来源：WIND。



图 18 最近一月小盘股涨幅最大



图 19 最近一月低估值股票涨幅最大

注：(1) 数据来源：WIND。

四、市场预判

从市场表现判断，回顾一下上半年股市上涨的逻辑：(1) 经济复苏逻辑：GDP增速、固定资产投资增速和货币及信贷增速三个关键变量紧密地勾稽在一起。本轮经济见底复苏来自于政府主导的大规模固定资产投资，而大规模固定资产投资必须以来大规模信贷和货币扩张为保证；数据可以验证这个逻辑——上半年GDP增长7.1%、全社会固定资产投资增长33.5%、M2和金融机构本外币各项贷款余额分别增长28.5%及32.78%。因为企业利润与经济增长密切相关，GDP增长为投资者带来企业每股收益快速反弹的预期，股市因基本面改善而上扬。(2) 流动性逻辑：货币供给猛增而实体经济中民间投资机会匮乏（风险高而需求不确定），相对过剩的资金必然在交易成本低的市场寻找投资机会，股市必然因需求剧增而上扬。数据为证：M2和M1增速高达28.5%和24.8%，上证指数上涨63.53%。总结起来，股市上涨不外两个理由——股票太便宜，钱太多！EPS预期回升和恐慌性杀跌导致股票太便宜，货币供给剧增形成钱太多的局面。现在股市为什么跌呢？还是因为这两方面的预期发生了重大转变。抛开无法估计的泡沫因素，我们认为，人们对政府在政策方向上摇摆不定的不满，演化为A股市场的宣泄性抛售。一方面，根据前述逻辑：中国经济本轮复苏建立在固定资产投资快速增长的基础上，而FAI快速增长又必须依靠信贷的快速增长来保障。如果央行和银监会实施明松暗紧的货币和信贷政策，

掐死了FAI的资金源泉必然阻碍经济复苏——这是市场本轮调整的主逻辑，进一步讲，人们预期上市公司EPS回升的势头将因信贷钳制戛然而止，从基本上讲就是预期EPS增长受限而股票显得太贵了；另一方面，货币增速出现天花板，股市缺钱；A股扩容剧增，供给过剩——这是本轮调整的辅逻辑，进一步讲，股市里面钱少了，预期供需基本面发生重大变化，股价必然反映这种供需严重失衡的局面。

这轮调整太突然超出很多人的预期，急跌形态事实上是人们预期变差的过度反应。首先，急跌不符合泡沫生灭周期。其次，政府仍是以保增长为第一要务的，尽管货币信贷和固定资产投资的增速已经触及天花板，但依赖现有存量仍能确保GDP按目标增长，我们预期EPS会依赖市场自身的机制实现恢复性增长，这样股票就不会显得太贵。最后，流动性充裕的局面在最近1年内不会发生根本性变化，否则不利于为经济增长创造宽松的信贷环境，只要看清了这个形势，就明白对缺钱的担忧程度是太过了。我们认为在复苏背景下的调整主要反映对政策的不满，这种调整是暂时的、过度的，市场在冷静一段时间反思恐慌的原因之后，必然有一个修复的过程，毕竟股市是一个显示信心的重要媒介。

但是，IPO和信贷仍是悬在A股市场的达摩克利斯之剑。市场扩容是经济发展的必然，尤其是在信贷扩张受限的时候，公司依靠直接融资来弥补间接融资的约束本是好事；但是，在经济增长基础尚不稳固之期，过快过度扩容势必严重扭转市场供需局面，加之货币供给增速已碰天花板的情况下，投资者预期很容易恶化、甚至演化为一种恐慌。7月29日以来的大跌就是投资者不满情绪的宣泄和对市场供需局面根本扭转恐慌的集中爆发。

总体结论是，宏观指标支撑大盘，外围市场出现调整。市场对政策摇摆调整过度，中国经济持续复苏，上市公司业绩会逐步改善，未来半年内上升趋势不变。至于风格，关于人们的关注点开始从流动性层面转向更加实质的业绩层面，所以有业绩支撑的公司将成为市场热点；市场风格向大市值、好业绩、低价低估值股票转移。受到四季度GDP增幅超10%的影响，11月宏观经济指标出现大幅变化，工业增加值、发电量、CPI和信贷数据将构成大盘支撑；但外围市场因为政策出现实质性退出、复苏力度减弱而出现高位回落的态势，对A股市场构成极为不利的客观环境。维持四季度报告中的策略有微妙变化，综合考虑11月份宏观经济指标、热钱流入情况和外围市场可能的表现，11月策略持谨慎乐观态度。原因是经济复苏的力度会随着政策强度减弱而自然降低，但11月宏观指标普遍偏好，热钱继续赌人民币升值预期，市场由此开始进入紧跟宏观数据的慢牛期；解禁股、融资和再融资强烈地冲击着对A股市场，构成股指上扬的天花板。



图 20 为什么扩张性货币政策在当下会产生泡沫

五、投资策略：寻找业绩超预期标的

（一）大类资产配置

建议保持适中日均仓位和较宽投资仓位限制，以灵活机动的战术应对震荡的市场属性。据此，我们认为未来一个月维持宽幅震荡格局，在 3100 左右来回晃荡。虽然无法准确判断多空临界带，但初步划分为两种情景：3300 点以上保持低于市场平均仓位的配置，2900 点以下保持高于市场平均仓位的配置；在两者间的震荡区间内保持市场平均仓位。

（二）行业配置

行业配置评级	低配	标配	超配
相对沪深 300 指数	<-5%	[-5%, 5%]	>5%

策略态度	悲观	比较悲观	谨慎悲观	谨慎乐观	比较乐观	乐观
300月K线波动	-20%之下	-20%,-10%	-10%,0%	0,+10%	10%,20%	20%之上

11月投资态度是谨慎乐观，谨慎是市场过度恐慌下的一种自我保护，乐观是基本面处在全面复苏的阶段；积极关注货币政策微小变化，对可能对股市的冲击。在战术上保持不变，即在局部市场采取游击战术集中优势力量主攻重点投资标的，积极寻找重大资产重组标的。

逻辑一：沿景气程度布局——难度正在加大。TMT的景气程度始终处于各行业的前茅，具有很高的投资价值，是复苏之后最受益的产业；经济将体现出温和复苏的态势，同时市场流动性较上半年也将有所回落，因此上半年市场在充裕流动性下对预期进行快速反应的模式将会缺乏有效的驱动，自上而下的寻找产业景气轮动的宏观投资策略获得超额收益的难度在加大。

逻辑二：沿经济增长驱动力布局——复苏中的优选策略。固定投资11月份再次加速有助于刺激地产和化工等行业的投资，并拉动工业生产；出口因为美国经济的恢复将出现大幅回升的局面，出口导向型的行业或板块将是下一轮股市反弹行情中耀眼的明星；但出口策略要随时注意市场动向，因为出口复苏的持续性取决于美国经济复苏的持续性和贸易战的程度范围，投资者随时可能兑现利好从而导致出口板块弱于大势。

逻辑三：寻找低估值增长确定的企业——永恒的原则。自下而上寻找确定性增长的成长型企业是11月的主要策略。建议**超配**金融、地产、建筑等通胀预期和投资双驱动行业；**标配**增长确定高安全边际的防御性行业，通讯、TMT、消费、医药、酒类、旅游和外贸服务。在11月整个投资趋势寻找超跌反弹的版块，把握是重心下移，随着经济复苏逐步得到投资者确认，那么投资时钟将出现旋转，行业轮动自然要跟上趋势——我们投资重配行业逐渐从上游过度到中下游，注重消费升级带来的重大投资机遇，尤其是注意3G板块和高端百货等可能出现需求爆发的可能。由于楼市的复苏具有明显的结构性，并未全面过热，政策仍将在适度范围内，短期内不会继续出台严厉的全国性调控政策，政策的方向仍将是抑制投资性需求，增加供给、控制房价上涨，保障民生。在目前市场的休整期，需要等待下一阶段催化剂的出现，催化剂将主要是成交量、房价的变化。过去几年10个一二线城市9月住宅成交量环比增幅均值分别为21%、14%可以近似地将一二线城市9月成交量环比是否超过21%、14%及超过的幅度来判断成交量是否能成为股价催化剂。

逻辑四：跟上主题投资——热点的跟风者。低碳经济、“三农”问题和创业板很可能在11

月因政策的出台，再次成为投资者跟风的热点。在通胀预期和惠农政策刺激下，我们建议超配农业。

六、同业观点

2009年11月同业主要观点

机构	观点
博时	<p>从市场未来走势看，整体表现平淡，行业与公司的分化将加剧。以创业板为代表的新股和中小盘公司目前被高估，建议投资者谨慎参与。另一方面，蓝筹公司的估值水平、以及今年以来的回报率这两项指标，相对市场整体水平存在较大的偏离，预计未来这种偏离将会得到修正。</p> <p>从市场投资机会来看，仍然看好汽车与家电行业的未来表现，部分消费品公司、交运和电力行业也存在投资机会。</p>
大成	<p>在宏观数据良好、上市公司盈利能力恢复的背景下，维持振荡向上的格局可能性较大。操作策略方面，将在维持较高仓位的背景下，重点着眼于结构调整。短期看好地产、保险、化工板块。</p> <p>未来市场持续震荡的可能性更大，未来的经济趋势可能更加趋于平稳，过度悲观和过度乐观的预期都将被修正，市场的上涨必然来自于企业盈利能力的提升，未来板块和个股可能会出现分化，下一阶段看好金融、消费和资源板块，4季度的配置方向是为明年做准备。</p>
华夏	<p>从企业基本面来看，部分受益投资增长且产能受限的企业存在超预期盈利的可能，其他行业企业盈利预期也有所好转。市场方面，创业板推出的初期对市场信心有一定程度的提振作用。这些有利因素为股市进一步回暖提供了较为坚实的支持。不过，政府宏观经济政策向“相机抉择”的微调、新股IPO、企业再融资、大小非解禁等，使股市仍存在短期震荡的可能。华夏基金旗下基金目前对市场依旧保持谨慎乐观的态度，目前积极着手布局2010年，力争在经济复苏、经济结构调整以及区域经济发展中，发掘那些成长性好、价值相对合理的企业。</p>
泰达荷银	<p>跨年度行情的主要依据是宏观经济和企业盈利两个基本面因素开始逐步好转。一是经济复苏明确。2009年1~3季度国内GDP同比增长7.7%，比上半年加快0.6个百分点。分季度看，一季度增长6.1%，二季度增长7.9%，三季度增长8.9%。从2008年四季度到2009年三季度国内生产总值已初步实现V形复苏。从投资、出口、消费三个方面看，2009年四季度到2010年上半年宏观经济仍将保持较快增长水平。二是上市公司业绩开始转暖。从盈利增长情况看，2009年下半年上市公司盈利将开始恢复增长，2010年仍将保持较高的增长速度。四季度后期A股估值的业绩基准将面临切换，2010年良好的盈利预测数据将成为股指上行的重要动力。</p> <p>关于流动性，2009年四季度相对上半年会适度收紧，但仍将保持宽松状态，明年上半年又会开始进一步宽松。由于货币政策微调和信贷季节性因素，2009年四季度新增贷款规模相对今年上半年将明显放缓。但存款活期化进程和外汇占款增加仍将持续，整体上四季度的流动性仍将保持宽松状态。而从明年一月份开始，银行的新增贷款又会有明显上升，流动性会进一步充裕。</p> <p>看好出口复苏和周期性行业的投资机会</p>
景顺长城	<p>未来行情将由经济的真实复苏程度及企业的盈利程度决定，国内经济复苏态势良好，汽车、家电等消费行业数据超预期，这些行业2010年增长仍较确定；而房地产行业一向较受争议，虽然市场普遍乐观，但是我们认为未来不确定因素也很大。</p>

	<p>从操作层面来说，未来以半年周期来看，预计市场仍然在3000点上下进行震荡。</p> <p>医药、消费、造纸等快速成长的结构行业，预计会处于长期上涨趋势，适合长期持有，而金融、地产、煤炭、钢铁、有色等行业则可能出现波段行情，对这类行业将采取波段操作的策略</p>
<p>银华</p>	<p>板块方面，近期的热点较多，金融地产受惠于人民币升值预期，基本金属受益于美元下跌。相对而言，在中长期，我们更看重经济结构转型带来的相关投资机会。包括，汽车、家电消费的持续强劲，显示消费升级仍然在我国继续进行；同时，我们提请投资者关注奥巴马近期访华的情况，这将在一定程度上暗示着12月底哥本哈根会议是否能取得有益于的成果，对于长期经济发展和新能源领域的投资机会，都有非常大的影响。</p>
<p>嘉实</p>	<p>当前宏观经济运行态势良好。经济增速加快。从企业盈利角度看，目前复苏的情况也很明显，尤其是物价的持续上升，将会继续推动企业盈利快速回升。最近看到的另外一个情况是外来流动性加大和人民币升值压力加大，人民币资产再度重估，对股票和房产形成支撑。四季度股市将呈现震荡的格局，但其中结构会有所分化，个股机会明显。因而将增加组合的结构调整和精选个股，重点关注一些业绩稳定增长并且业绩超预期的个股，以及受益于四季度国家可能出台政策的个股，同时准备在年底为明年的市场开始布局。</p>
<p>华安</p>	<p>近几日来市场的波动走势一方面主要受到创业板开市的影响，另一方面也有受到外盘走势影响而对经济复苏的确定性产生怀疑的原因。但从消息面来看，昨天公布的10月份中国制造业采购经理指数（PMI）达到55.2%，比上月上升0.9个百分点，升势有所加快，预示未来经济增长水平会继续提高。再次印证公司的判断——经济快速恢复已得到确认，但市场对此轮经济复苏的持续性仍有分歧。</p> <p>面对这种情况，在行业配置上，华安基金建议侧重中下游行业的发展，动态把握战术性的机会。具体的说，自上而下来看，建议把握两大方向和三条投资线索，两大方向分别是：第一，受益于经济复苏和投资拉动，第二，受益于政策转向调结构；三条投资线索是内需导向、出口回暖和低碳经济。如果自下而上来看，基于行业赢利增速和行业估值的比较，建议重点关注金融、建材、机械、汽车、家电食品饮料，以及零售和医药等行业。</p>