

# 2009年9月万家基金策略报告

## ——调整行将结束，突出出口主线

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。9月策略的性质将以积极为主；但出于对市场非理性杀跌的自我保护，还应保持相对谨慎基调，将银行、化工品种作为主流配置，出口导向型产业具有估值优势和外贸阶段性复苏的波段性收益，继续在稳健的节奏下超配大盘蓝筹。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宽幅震荡格局，在3000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：3000点以上保持低于市场平均仓位的配置，3000点以下保持高于市场平均仓位的配置。

**经济预判：**从宏观基本面判断，中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。全球经济已经步出衰退的阴霾，中国出口和消费不再成为令人忧虑的问题；欧洲已经经历过最差的情形，以美国为首的贸易保护主义使得市场担心世界贸易长期不振，长期看中国经济将在缺乏外贸支撑的条件下跛足前行！中国完善社保制度是一项长期重任，高储蓄低消费仍是中国传统，如果政府持续投资不能拉动消费增长，就会进一步挤出私人投资。9月宏观实体经济指标逐步企稳回升，微观经济指标和金融指标缓增，我们判断中国经济处在复苏早期。

**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嘎然而止，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。本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（见上期报告）。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，**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。

**行业配置：**9月投资基调比较谨慎，这种谨慎是市场过度恐慌下的一种自我保护；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——**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，是复苏之后最受益的产业。逻辑二：沿经济增长驱动力布局——固定投资9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。逻辑三：寻找低估值增长确定的企业。建议**超配金融、建筑、化工、电子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、旅游和外贸服务。在 9 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，尤其是注意房出口、地产、汽车、3G、高端百货等可能出现需求爆发的可能。

# 目 录

一、市场回顾.....	5
二、投资策略的逻辑基础 .....	9
(一) 公司盈利状况最差的情况已经过去 .....	10
(二) 行业景气与行业周期.....	11
三、风格及行业轮动特征 .....	12
四、市场预判.....	13
五、投资策略.....	15
(一) 大类资产配置.....	15
(二) 行业配置.....	16
六、同业观点.....	17
图 1 全球股市上涨已成趋势.....	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.....	8
图 5 惜贷现象缓减融资环境改善.....	8
图 6 国债收益率曲线.....	8
图 7 政策性金融债收益率曲线.....	8
图 8 国债和政策性金融债利差曲线.....	9
图 9 利率期限结构差异曲线.....	9
图 10 大小非解禁时间表.....	9
图 11 实际减持与解禁时间严格对应.....	9
图 12 行业景气度变化趋势.....	12
图 13 行业周期运行状况.....	12
图 14 最近一周估值风险 .....	13
图 15 最近一周盘面风险 .....	13
图 16 最近一月绩优股跌幅最大.....	13
图 17 最近一月低估值股票跌幅最大.....	13
图 18 为什么扩张性货币政策在当下会产生泡沫.....	15

2009年9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、市场回顾

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9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。

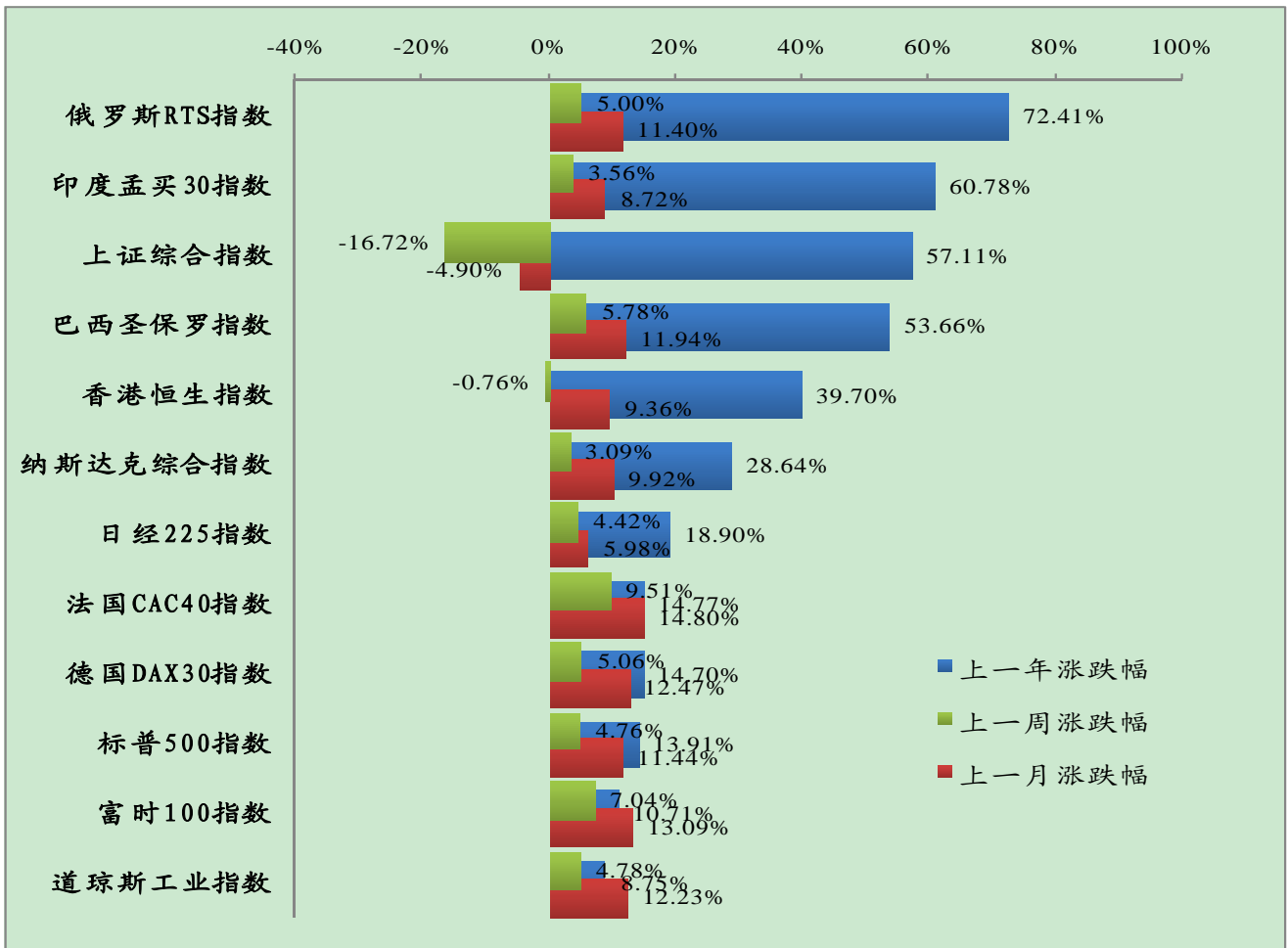


图 1 全球股市上涨已成趋势

数据来源：BLOOMBERG。

纵观一年以来 A 股市场，中国经济经历了高通胀和基本面恶化过快的冲击，熊市中充斥着悲观和恐慌，政策在稳定股市方面起着决定性的作用。

上市公司利润和投资者对基本面的预期恶化直接将 A 股市场估值向历史最低水平打压，投资者选股思路已经从挖掘成长性转向安全性，寻求低估值高安全边际成为上半年流行的策略。6 月 A 股上证指数有 12% 的涨幅，PE 恢复到 30X 的水平，而 PB 达到 3.2 的水平（图 2 和图 3），未来 6 个月的估值中枢在经济复苏和通胀预期引导下很可能再次抬升，但前提是中央银行不会出台紧缩性货币政策。

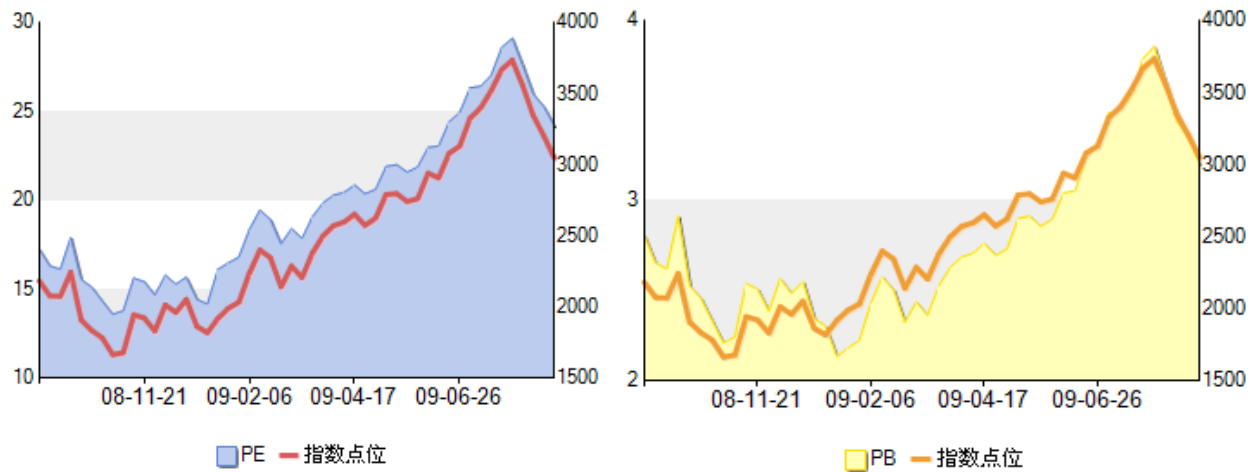


图 2A 股市盈率变化趋势

图 3A 股市净率变化趋势

注：(1) 数据来源：WIND。(2) 当前 PE=24.17X, 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	3 年平均	7 年平均
上证综合指数	2860.69	30.87	-4.52	29.63	32.01	3.12	50.53	3.76	2.51
俄罗斯 RTS 指数	1089.46	11.12	42.98	8.31	7.14	0.98	-102.64	1.40	0.81
巴西圣保罗指数	57700.57	23.99	17.73	13.22	114.51	1.91	-65.84	1.83	0.98
印度孟买 30 指数	15922.34	19.17	17.37	17.88	14.65	3.47	-62.04	3.94	2.73
道琼斯工业指数	9544.20	13.71	21.47	15.64	17.60	2.62	-42.85	3.47	3.35
标普 500 指数	1028.93	18.98	32.88	15.72	18.77	2.11	-58.47	2.48	2.88
纳斯达克综合指数	2028.77	33.54	22.53	30.01	53.11	2.43	-62.70	2.95	3.25
富时 100 指数	4908.90	70.72	69.55	16.58	31.32	1.86	-48.27	2.06	2.04
法国 CAC40 指数	3693.14	14.58	46.56	11.90	14.76	1.34	-54.11	1.72	2.05
德国 DAX30 指数	5517.35	47.03	103.72	14.99	26.48	1.45	-69.29	1.66	1.41
日经 225 指数	10534.14	25.04	0.00	20.05	54.53	1.41	-67.02	1.64	1.63
香港恒生指数	20098.62	21.54	15.89	14.21	15.71	1.92	-50.46	2.06	1.74

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。

市场流动性开始逐渐改善。整体经济中流动性注入出现转机（图 4），银行开始在增加长期贷款在贷款总额中的比例（图 5）。在通胀预期和经济复苏预期的交织下，资金开始关注到债市的风险（图 6 和图 7）。

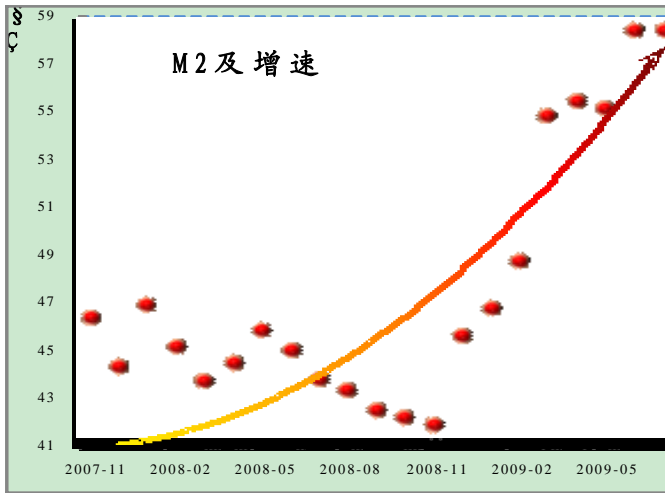


图 4 货币供给增速开始稳定

注：(1) 数据来源：国家统计局。

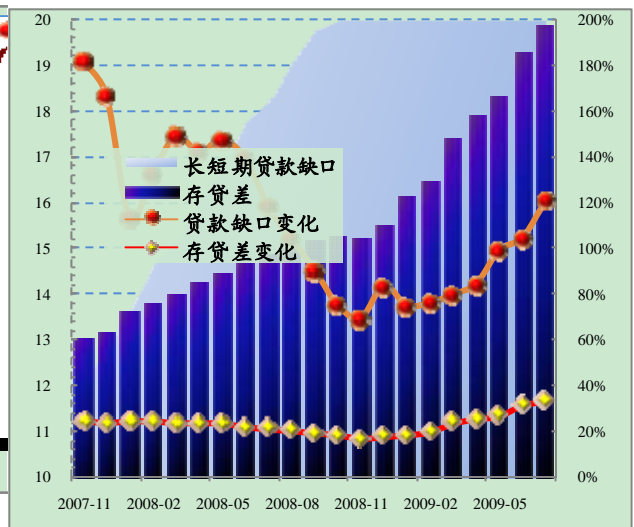


图 5 惜贷现象缓减融资环境改善

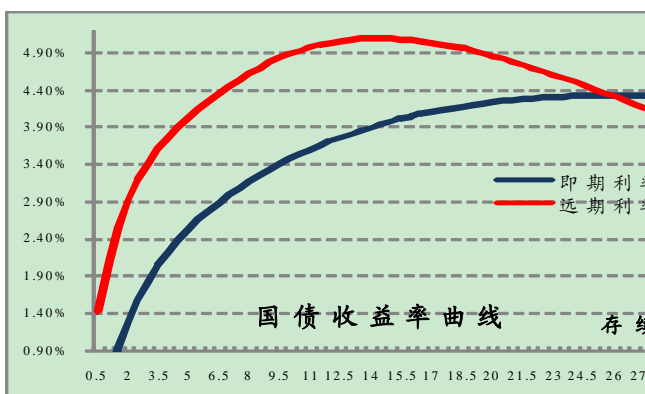


图 6 国债收益率曲线

注：(1) 数据来源：货币市场指数。

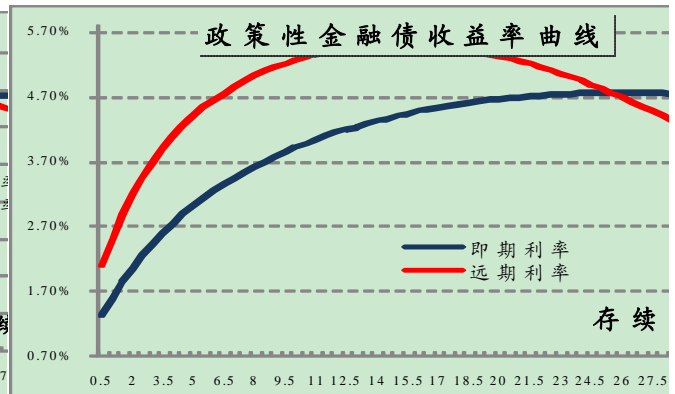


图 7 政策性金融债收益率曲线



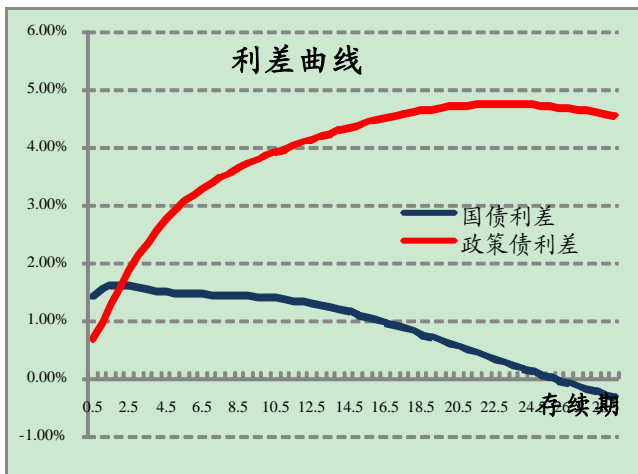


图 8 国债和政策性金融债利差曲线

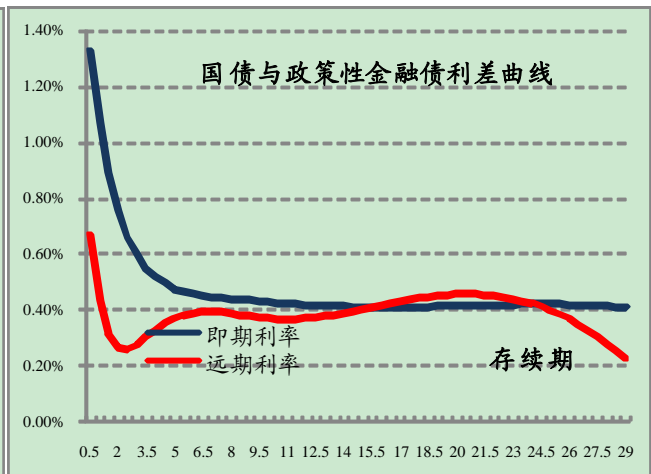


图 9 利率期限结构差异曲线

注：(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，IPO 的开闸会从供给面压低 A 股估值；另一方面，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。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，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。

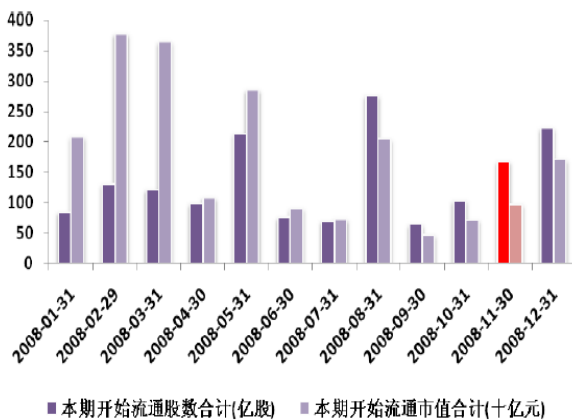


图 10 大小非解禁时间表

注：(1) 数据来源：wind。

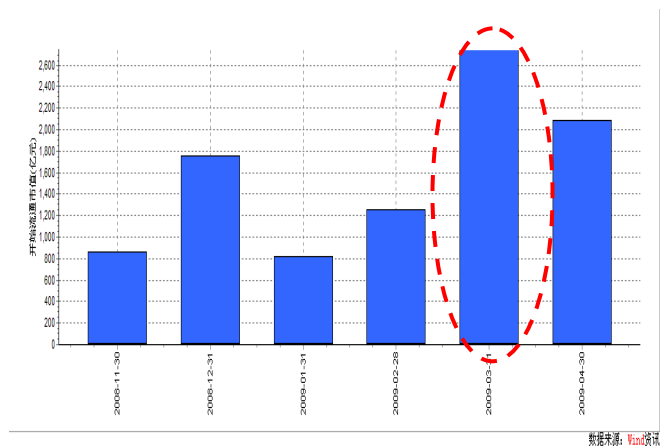


图 11 实际减持与解禁时间严格对应

## 二、投资策略的逻辑基础

## （一）公司盈利状况最差的情况已经过去

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9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9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。9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9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；9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9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。四季度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四季度单季利润同比涨幅会明显跳升至接近50%的位置，企业利润增速在四季度进入阶段性高峰期。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，四季度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 年将恢复到 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。

## （二）行业景气与行业周期

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。

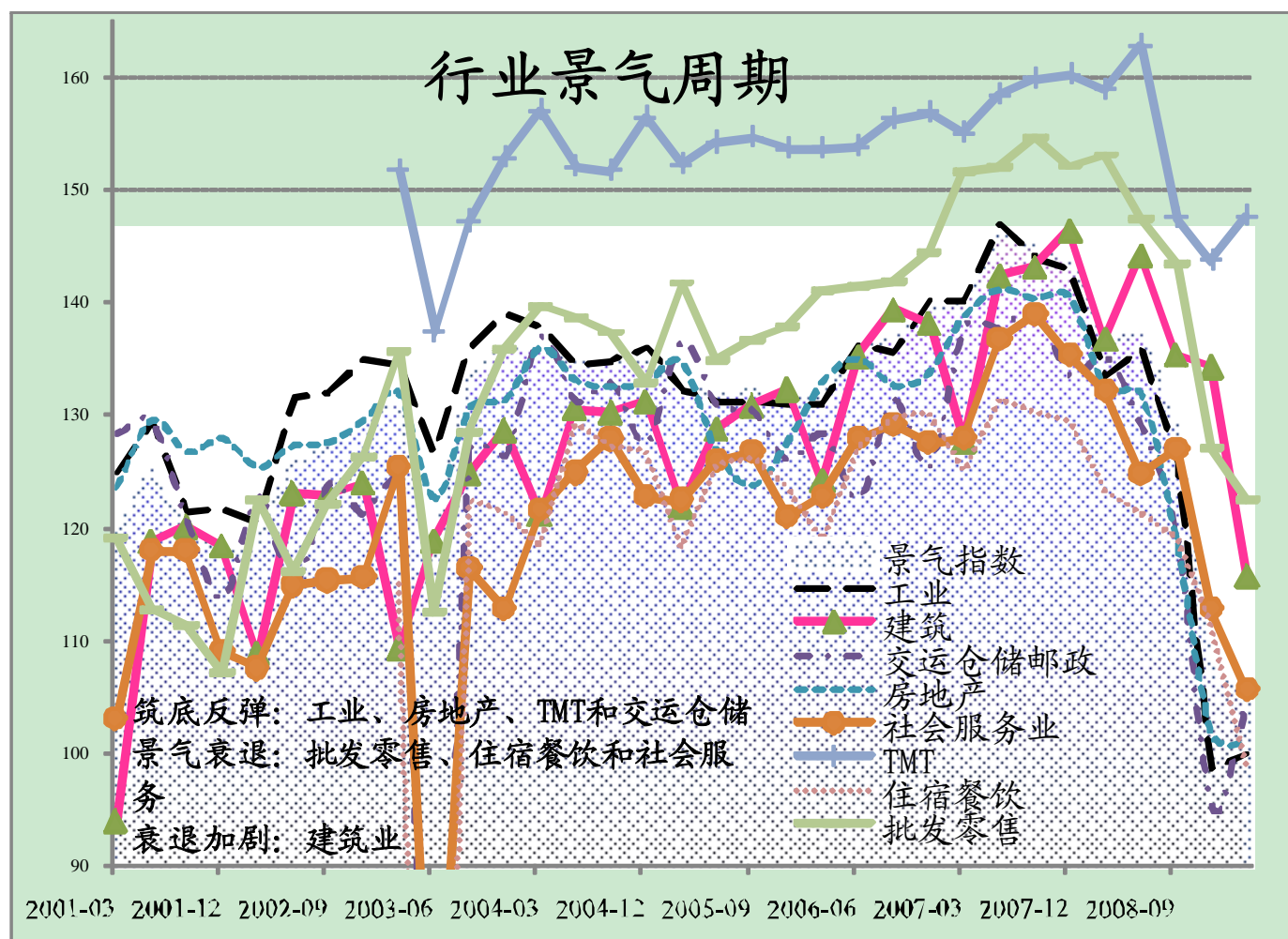


图 12 行业景气度变化趋势

(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 9 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。

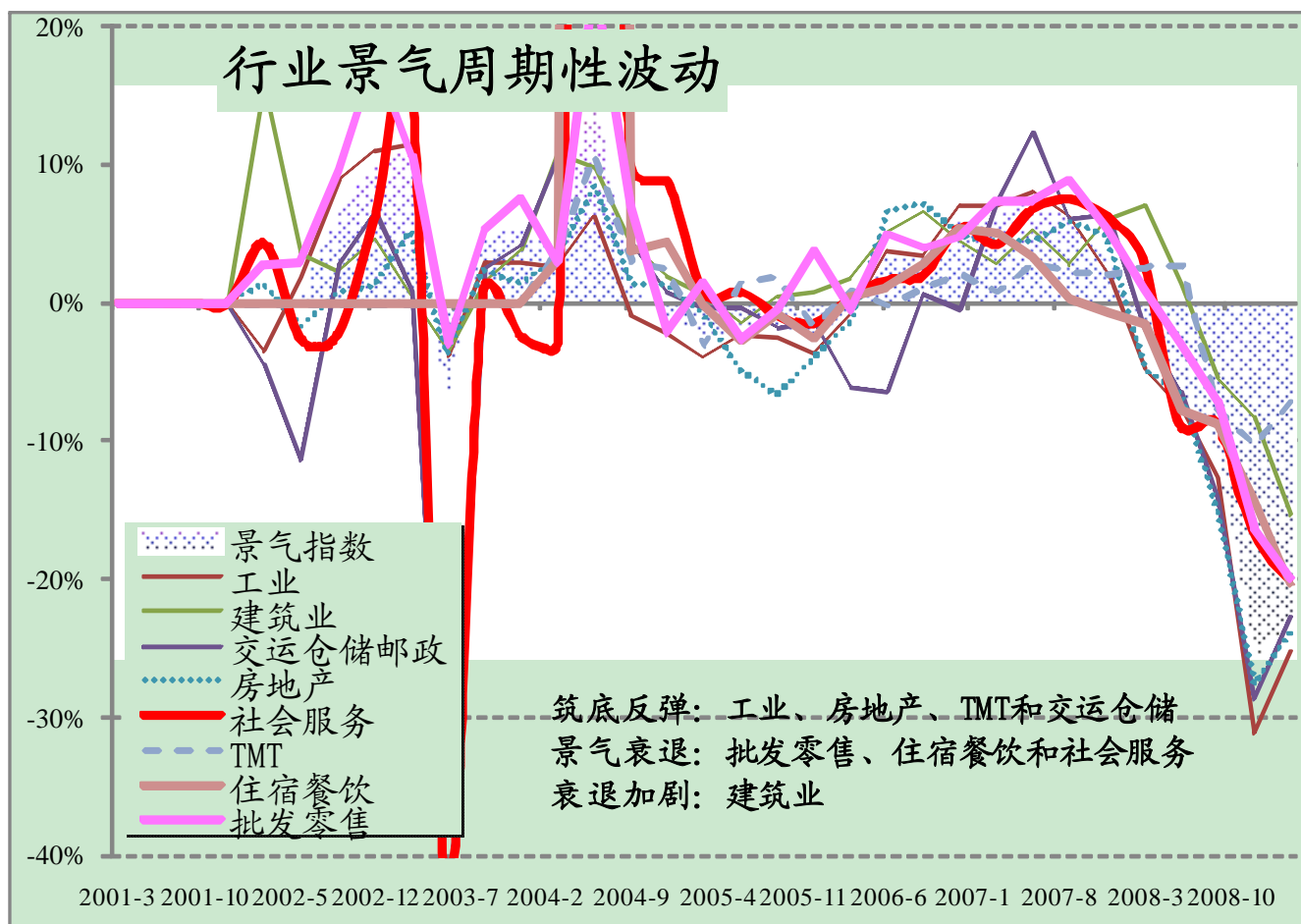


图 13 行业周期运行状况

(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、风格及行业轮动特征

全球性經濟復蘇和通脹預期構成了當前證券投資的大背景，什麼行業能夠受益於這一正一反的趨勢？這是全球投資者最為關心的頭等大事。

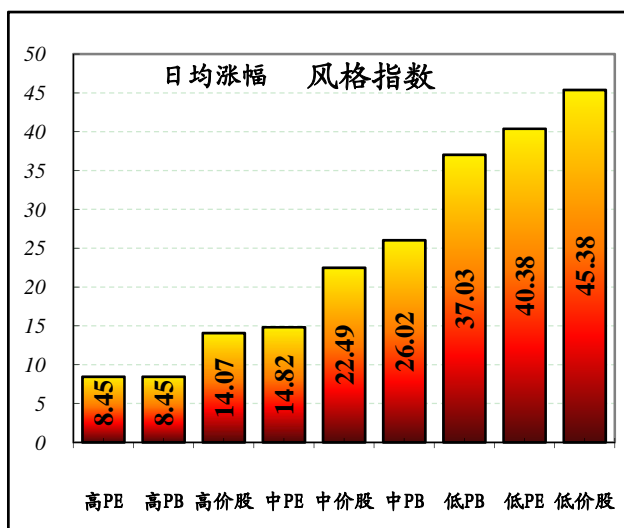


图 14 最近一周估值风险

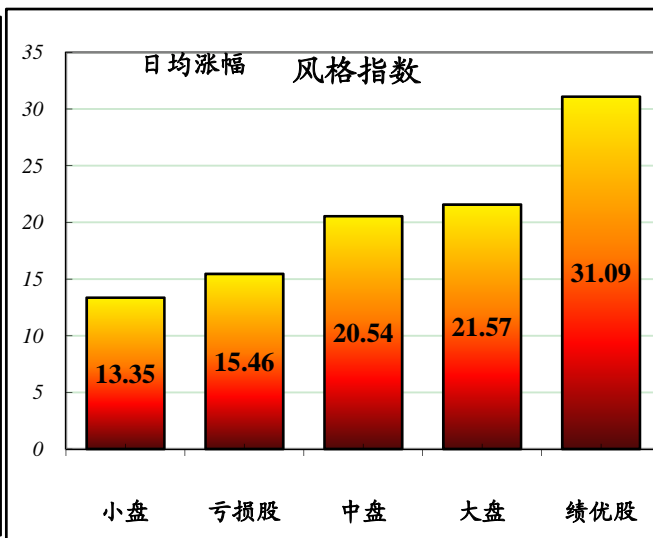


图 15 最近一周盘面风险

注：(1) 数据来源：WIND。



图 16 最近一月绩优股跌幅最大

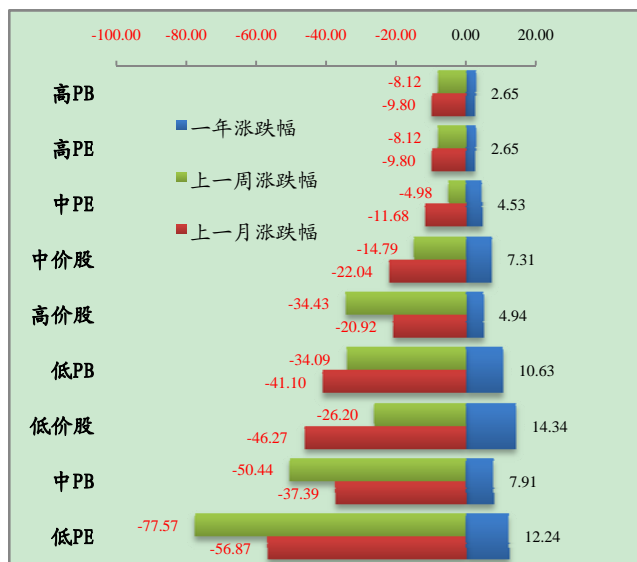


图 17 最近一月低估值股票跌幅最大

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嘎然而止，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。

本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（见上期报告）。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，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、低价低估股票转移。



图 18 为什么扩张性货币政策在当下会产生泡沫

## 五、投资策略

### （一）大类资产配置

相对谨慎基调，将银行、化工品种作为主流配置，出口导向型产业具有估值优势和外贸阶段性复苏的波段性收益，继续在稳健的节奏下超配大盘蓝筹。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宽幅震荡格局，在 3000 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：3000 点以上保持低于市场平均仓位的配置，3000 点以下保持高于市场平均仓位的配置。

## （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%

9 月投资基调比较谨慎，这种谨慎是市场过度恐慌下的一种自我保护；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——**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，是复苏之后最受益的产业。逻辑二：沿经济增长驱动力布局——固定投资 9 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。逻辑三：寻找低估值增长确定的企业。建议**超配**金融、建筑、化工、电子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、旅游和外贸服务。

在 9 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，尤其是注意房地产、汽车、3G、高端百货等可能出现被压抑需求爆发的可能。需要特别指出的是，我们的策略并未包括区域因素，原因在于根据区域选择投资标的显得比较空洞，如果要寻找适合的区域标的，必须要符合国家区域发展规划、产业发展规划、财政政策重点扶持行业的交集，然后在交集中寻找早周期、通胀预期收益的大品种，在根据公司对上述筛选标的之熟悉程度，选择低估值、高贝塔的进攻性品种，最后根据各基金的合同规定选择业绩预增确定的品种。



## 六、同业观点

### 2009年9月同业主要观点

机构	观点
博时	从外围市场看，好消息多于坏消息，美股二季报的披露显示企业的盈利状况正得到改善，投资者的信心得以增强。A股在单边上扬的过程中估值变得不再便宜，市场“不差钱”的状况催生出了结构性泡沫。目前沪深300市净率为3.6倍（历史上沪深300市净率的合理运行范围基本在2~4倍之间），动态PE接近25倍，估值压力已经显现。但在充裕的资金面前，不排除估值可能得到进一步提升。在亢奋的市场面前，现在需要多一分谨慎，毕竟决定市场方向的是对企业未来盈利增长的预期，我们需要密切关注第三季度的数据。
国海富兰克林	7.29的波动属于市场自我调节，投资者不必过度惊慌。对未来长期市场仍然保持比较乐观的观点。目前无论基本面还是资金面都没有发生重大变化。经济数据基本都在预期中或超出预期，宏观经济继续向好；资金面，政府一再强调维持现有的适度宽松的货币政策，预计中期也不会发生大的变化。从估值看，沪深300，09年动态市盈率在25倍左右，如果2010年企业利润增长20%，2010年的动态市盈率为20倍，并不算高。相对于房价租金收益比仍有吸引力。当然，我们也必须重视市场的系统风险。毕竟影响市场波动的因素很多，短期波动带来的风险无法控制和预测，必须保持谨慎态度。
大成	目前的宏观经济形势是：大局已定，趋势不改。在投资、出口和消费三个需求层面上，投资会因为政府的刺激保持强势，而消费则随着居民收入的好转而开始加速；出口虽然下滑严重，但是已经触底，不再对中国经济增长形成制约作用。中国宏观经济未来的走势则是：屡超预期，静待沸腾。我们认为中国经济已经进入了良性的正反馈局面，三个重要的因素在这个正反馈局面中起到了至关重要的作用：（1）法定利率的粘性，实际利率会因通胀预期的粘性而持续下降，刺激居民和企业的投资需求；（2）房地产市场和资本市场带来了大量的财富效应，进而刺激了实体经济的需求，实体经济与资产市场的正反馈局面就此形成；（3）大宗商品价格上涨会带来社会囤积商品的需求，放大了真实的需求。这些正反馈局面将会使得中国经济进入快速的反转局面，我们静待经济过热的到来。2009年下半年股票市场面临着趋势与估值的困境，我们整体的判断是趋势不改，震荡加剧：宏观经济复苏vs政策面平淡；上市公司业绩快速回升vs高估值；经济前景正面vs增长模式尚有分歧；国际经济热度不均vs金融市场高位运行。09年二季度股市投资的总体策略：持虚守静：守正出奇。持虚守静：尊重市场，独立思考，摒弃杂音，坚守信念；关注冲击趋势的宏观和政策变量；守正出奇：坚守金融、地产、消费等主力品种；积极把握板块和行业轮动；适度参与主题投资；资金决战的主战场：金融、地产、机械、消费、资源品（有色煤炭）；可能的主题：新能源、世博、航天军工、创投等概念。
易方达	市场仿佛又回到了07年7月份！相同的是市场每天都在震荡中逐渐走高，即使有调整也是通过盘中震荡结束，收盘都创新高。不同的是当时上证指数大约在3500~4000点一带，目前是在3000~3300附近；当时市场持续走牛的是金融、地产、保险、钢铁以及各类重组股，现在变换为金融、地产、煤炭及各类重组股，钢铁、保险间或表现一下；07年板块轮动比较有节奏，而现在一天之内几乎所有的板块都要轮一遍，各种风格指数都要轮一遍，市场节奏更快，让人难以适应；当时全球及中国经济正处于高速增长时期，而今国外各主要经济体还处于衰退当中，中国经济刚走出低谷，从这点来说现在的市场比07年还让人头晕目眩。如果我们把行情的发展分为三个阶段：第一个阶段属于最低谷，先知先觉者在进场，绝对收益投资者按兵不动，相对收益投资者还在退场；第二个阶段属于山脚到半山腰，先知先觉者已经撤退，绝对收益和相对收益投资者分享该阶段；第三个阶段属于半山腰到山顶一段（山顶被雾遮挡），从历史来看，这个阶段都是相对收益投资者独享的阶段，有如07年的4000点到6000点之间。如今的盘面，跟当时极为相似。不同的是，当时管理层已经出面提示风险，但现在除了发行大盘股，政策利空的可能微乎其微，货币政策

	<p>在这个节骨眼也不可能撤退，而大盘股在中国建筑、光大证券、招商证券之后似乎没什么重量级的选手出场了。海外各市场也二次探底结束，开始了更猛烈的反弹。中国市场的巨幅波动，根本原因在于 A 股投资者太齐心，大家都要靠做多挣钱，因此众人拾柴火焰高，一般市场都涨过头，随之而来的便是跌过头。我们有幸在三年内经历了两次大牛市，一次全球超级大熊市；希望更有幸，不会在四年内经历两次大牛市，两次大熊市。</p>
<p>南方</p>	<p>中国经济已在一季度见底：以房地产和汽车为龙头的内需率先启动，股市周期性行业的领涨也体现了投资对经济复苏的预期和确认。随着国家刺激政策的落实，民间投资的启动，以及世界经济的回暖，下半年中国经济将会继续向好。美国经济今年内开始复苏是大概率事件。美国的经济衰退至今已经 18 个月了，持续时间之长超过了 1933 年以来的任何一次衰退。进入二季度后，美国的经济数据开始显露出企稳迹象，有望在近期恢复正增长。国内 CPI、PPI 将在下半年逐步由负转正。随着投资者对全球经济复苏的预期提升，以及对于全球央行量化宽松货币政策导致流动性泛滥前景的担忧，近三个月金融市场对于资产资源类通胀的预期明显升温。在经济复苏和流动性充裕的背景下，股市将继续振荡上行。周期性的熊牛交替一般会经历政策放松，股市见底，经济复苏，和盈利回升等四个阶段。目前我们正处在经济刚刚开始复苏但是盈利尚未回升的阶段，股价上涨的驱动力将由原来的政策面和资金面推动的宏观指标好转和市场估值水平扩张，逐步转为微观基本面改善带来的盈利预期提升。行业策略主线是：1、寻找相对估值仍然偏低的大盘板块的补涨机会，如金融、钢铁；2、受益于通胀预期与流动性推动、或具有供给瓶颈和刚性需求的资产、资源型行业如地产和石油。3、根据经济复苏进程，超前配置出口需求和工业活动复苏后的受益行业如航运，并把握内需进一步增长带动的周期类消费行业。</p>
<p>东吴</p>	<p>把握经济复苏中量价上行行业。自 2008 年全球遭遇金融危机以来，在各个国家和地区政府积极努力下，各主要经济体先后出现经济企稳和复苏迹象。同时，全球宽松货币政策导致货币对实物资产贬值推动资产价格上涨。经济复苏预期和宽松流动性双重推动全球股市上涨。我们认为，下半年 A 股市场整体运行环境相对乐观：（1）中国经济复苏迹象明显，正步入复苏之路；虽然有通胀预期，但年内积极财政政策和宽松货币政策仍然有望延续；（2）在货币对实物资产贬值背景下，储蓄存款活期化将继续，从而带来新增流动性。从历史经验看，IPO 规模将视市场行情而定，IPO 对市场资金需求冲击不是很大。因此，对于下半年市场流动性仍然可以乐观；（3）外部环境：美元区间振荡和大宗商品价格振荡上行有利 A 股市场。虽然剔除银行股，A 股市场整体估值水平偏高，有些行业股价已经甚至过度反应了 09 年业绩好转预期，但在经济复苏过程中，随着经济总量扩张，量价上行行业业绩存在超预期可能，而当前股价尚未反映业绩惊喜，量价行业将有望稳定和引领市场。我们认为，下半年，在业绩增长和估值提升双重作用下，A 股市场有望波浪式前进。但我们要密切关注经济复苏波动和宽松货币政策拐点风险。我们认为，在经济复苏过程，那些在总量扩张的同时，价格能够保持稳定甚至上行的行业其利润增速有望加速上行，这些行业可能是下半年 A 股市场行业轮动对象。对于下半年投资主线，在经济复苏中寻找量价上行的行业，重点关注以下四条主线的投资机会：第一条投资主线是房地产主线。重点关注房地产行业以及受益于房地产投资加速增长的行业，如：水泥、机械、钢铁、化工和家电等。第二条投资主线是金融主线，重点关注：银行、保险和证券。第三条投资主线是受益于通胀预期及下游需求回暖的大宗商品原材料行业，重点关注：煤炭、有色。第四条投资主线是受益于收入预期转好和物价指数从底部回升的一般消费服务行业景气：食品饮料、商贸零售等。</p>
<p>摩根华鑫</p>	<p>三季度国内及国际经济形势、金融环境和一季度相比均出现较为明显的好转迹象。从国内情况来看，出口已经基本企稳，进口已经明显触底回升；内需启动已见成效，零售总额增速有所恢复；工业增加值、发电量等宏观数据表明经济正在复苏，但企业的利润增长幅度与良好的宏观数据之间尚有差距。整体而言，流动性充裕的状况短期内不会改变。在经济持续复苏和流动性充裕的背景下，结合目前的估值水平，我们对于市场的看法保持谨慎乐观，投资的基本思路为：以水电、消费、金融服务、医药、软件与增值服务、电信及服务、精细化工、新材料为核心资产，以房地产、电信设备、高速宽带网建设、医改受益、高速公路等为配置资产，强调自下而上精选个股，兼顾市场偏好和主题性投资进行布局。盈利水平存在广阔增长空</p>

	<p>间，看好券商板块以及参股券商企业。周末，证监会正式开始接受创业板上市申请。截至7月26日下午17时，证监会接受到了38家保荐机构推荐的108家企业递交的创业板上市申请。券商作为IPO数量增加的直接受益者，所带来的盈利提升的预期以及经纪业务成交量的放大对券商股的业绩是一个非常好的促进作用，所以我们认为券商股以及参股券商股可能会因为内外两大的影响而形成投资机会。继续维持对新能源板块的重点关注。财政部7月21日发布《金太阳示范工程财政补助资金管理暂行办法》，该管理办法在对光伏建筑一体化补贴的基础上对补贴范围进一步拓展。尤其对并网发电投资给予力度较大的直接补贴。与此前市场普遍猜测的通过上网补贴电价模式相比，我们认为此次美国式财政补贴政策更加直接有效，能够在短期内吸引投资商快速做出决策，并且有望引导光伏产业各方积极参与进来，从而加速推进国内光伏发电的产业化和规模化发展。光伏产业链各环节都有望受益，逆变及电网接入类企业值得关注。此次光伏财政补贴政策对于光伏行业未来发展意义深远，我们认为对整个光伏行业特别是晶体硅电池板块意义重大。考虑到太阳能板块调整已久，我们认为该补贴政策或将激起新能源行业投资机会。</p>
<b>泰达荷银</b>	<p>从目前的情况来看，宏观经济数据确实在逐步恢复，实体经济中也存在部分行业逐步走出低谷的迹象，同时在流动性和政策层面呵护的背景下，市场存量资金的充裕、新基金的密集发行与建仓在短期将对冲市场对未来货币政策微调 and 扩容压力的担忧，股指仍能在目前点位区间保持强势。因此，泰达荷银维持对市场中期乐观的判断。但短期内，需要引起重视的是：在经过连续逼空、非理性的加速天量上涨后，市场震荡幅度有可能加大，投资人仍需保持谨慎。</p>
<b>华商</b>	<p>年度策略中支撑本轮市场反弹的两个最重要原因分别是：充足的流动性和对经济好转的预期。未来行情演进的最主要依据也在于：流动性是否仍然充足？经济好转是否有超预期的发展？我们宏观研究认为在未来较长的一段时间这两个问题的答案是肯定的。流动性方面仍然充足：在国内通胀预期逐步形成并将在一定程度内强化的过程中，储蓄活期化过程成为必然；国际方面出于对新兴国家经济复苏的确定预期，资产全球配置过程中将会向中国倾斜，使得流入国内的资金上升，这不会提高国内流动性，还会对央行加息形成一定的制约，强化国内储蓄活期化。经济复苏过程中存在超预期：经济从底部复苏的过程中，市场适应性预期会略偏于保守，使得复苏过程中不同行业之间依次复苏中存在明显不均衡；上半年复苏确立之后，国家宏观调控将由单纯的保增长转向优化产业结构，从而增加复苏过程中不同行业之间增长的不均衡，部分优势行业的发展将会出现超预期的增长。基于上述分析，结合我们的市场估值模型，上调下半年市场价值区间至 [ 2674, 3756 ]。在这一区域里，秉承年度投资策略报告的逻辑，下半年投资策略的重点是通过跟踪分析宏观经济走向，把握经济复苏第二阶段进一步扩大的行业发展不均衡带来的投资机会。目前来看，经过一段时间的调整之后新能源主题值得从更深一层次上被市场挖掘；经济继续复苏过程中金融地产及相关上下游产业会出现新的投资机会；消费升级主题及通胀预期主题会越来越受到投资者的认同；外资流入增加带来的资产升值主题等。</p>
<b>建信</b>	<p>全球经济在经历了去年4季度至今年1季度的低谷后，开始显露出一些复苏的“绿芽”，资本市场对此也报以热烈回应。不过，经济复苏仍然步履艰难，预计以美国为首的海外主要经济体将呈现“L”型复苏。各国央行向经济中泵入的巨量流动性大大提升了市场对于通货膨胀的预期，美联储走好同时“保增长”和“防通胀”的钢丝，难度很高，投资者的这种预期在美国国债市场、大宗商品市场中迅速得以体现。流动性和经济双拐点的叠加促成了A股上半年的爆发。流动性宽松程度为近年来罕见，展望下半年的趋势，我们整体上偏乐观一些。主要考虑到以下几个方面：流动性在边际上有所衰退，但仍然相当充沛；实体经济复苏后转向高增长高通胀的格局已在预期之内，但未来真实走向仍需验证；目前的市场估值水平还有提升余地，但从结构上看，除银行外的部分行业需要盈利跟上，以稀释掉过高的估值水平。在未来半年，内需仍将是经济反弹的主导，尤其是与固定资产投资相关的行业，将是符合这一逻辑的投资标的。具体说来，包括主导此次经济反弹的金融、房地产以及与此相关联的工程机械、钢铁等行业，具备较强资源属性的煤炭行业，以及与外需相关性较低，增长确定性比较高的食品饮料、商贸、医药等行业。除此之外，我们将在下半年重点关注上半年涨幅相对滞后的行业。根据历史经验，随着牛市的推进，各行业最终的涨跌幅会趋于接近，上半年滞涨的行业在下半年风险权衡后的收益水平值得期待。</p>

<b>景顺长城</b>	<p>我们对市场后期走势继续看好。一方面是全球经济复苏势头明显，经济周期提前见底并开始步入上升阶段，高盛等公司不断调高了对美国企业09、10年的盈利预期。另外一方面国内的各项经济指标也是捷报频传，经济快速恢复，虽然趋势明显，但是目前整个经济基本面尚未完全恢复元气，在交出最终答卷前，我们认为政府不会出台严厉的调控措施，所以我们有理由相信未来较长一段时间内市场都将保持充足的流动性，市场继续保持高增长、低通胀。板块方面，短期通胀压力不大，但上游价格上涨，因为成本抬高，中游行业面临营利难以增长状况；此外，金融地产这种资产类行业对经济敏感度强，直接受益于充沛的流动性。们看好上游资源类行业以及金融地产行业。</p>
<b>银华</b>	<p>二季度宏观经济数据总体超出市场的预期，经济复苏的趋势目前看起来基本没有问题。微观方面，上市公司中报大致也好于之前的预期。总体看来，我们目前正处于经济从底部的上行阶段。由于房地产投资成功启动，因此不必担心经济的二次探底问题。政策方面，近期央行回收流动性的力度加大，货币市场利率上扬。我们认为，政策的微调调整是符合当前经济需要的，因为信贷继续维持前期的数量，经济在未来会面临比较大的通胀压力；同时，从中央领导人的表态来看，近期的经济复苏态势仍需要一定的时间来确认，特别是私人投资仅仅是刚刚开始上升，出口增速仍然较低，积极财政政策和宽松货币政策的基调在一个季度内转向的可能性不大。基于上述判断，我们仍然维持对资本市场谨慎乐观的态度。</p>
<b>华安</b>	<p>美国房屋销售和房价回稳，以及经济领先指标的持续上升，继续表明美国经济正如我们所料走向触底企稳。低利率和高国债更是营造了经济企稳的宽松环境。我们认为，美国金融防线整体已经稳定下来，但不排除局部仍会有地雷炸响。包括继续的大额坏账核销、商业地产的状况、次等重要的金融机构的困境等。但随着整体防线稳定，核心金融机构具有了消化问题的自我生存能力，美联储的货币政策将从冲锋陷阵转为在后方督战。购买国债的规模不再会扩大，金融机构偿还借贷的资金可能继续用于支撑两房债市场，进而支撑房地产市场。欧、英经济总体仍然糟糕，但一些先行指标如欧元区采购经理人指数、英国房价等持续小幅回升，我们预期欧洲经济企稳要比美国晚一到两个季度。内的经济情况将继续好转。一方面，企业销售收入和利润反弹的势头仍然相当猛，另一方面，大量进口也暗示了国内需求在继续猛烈扩张。我们预期这种反弹还会继续，进口还将进一步扩张。目前，总体企业利润持续回升并且回升到一个较高水平，暗示当前的股市估值压力并不大。比如，如果2010年中期利润比现在高30%并能够维持在此水平，整体PE似乎仍显不贵。与此判断相一致的是，利率目前面临向上的压力，但空间并不大，将来较低的利率与将来较高的估值正好逻辑一致。我们对于中国经济未来几年的“基准”预期是，较高的GDP增长、较高的货币增长、进口大幅增加而出口恢复缓慢、贸易顺差转为一定幅度的逆差，低于潜在水平的增长、粮食价格和国际资源价格相对合适进口大增，都使得通胀率不高，从而利率可能有所上升但空间并不很大。如此前提下，相信整体经济发展将比较稳健。在我国，一些行业的产能过剩正成为常态。尽管这些行业的产能过剩对物价有向下拉动的作用，但它并非是影响物价的主要因素，其不能阻遏通胀的形成和发展。目前，现实的通胀压力主要来源于两方面：美元贬值带来的输入型通胀，国内信贷超常增长带来的货币供给压力。首先，美国和欧洲经济在摆脱衰退走向复苏时，美元贬值和大宗商品需求回升所带来的国际大宗商品价格上涨，必将成为我国新一轮通胀的主要推力和策源地。其次，今年上半年货币供应量的迅猛增加，必将引起货币和商品对应关系失衡并引发资产价格泡沫，拉动物价总水平上涨。此外，国内粮食价格环比连续5个月上涨；企业生产成本中的劳动力成本和环保成本将上升等，也必然会对未来物价上涨起到重要的拉动作用。目前市场短期波动和调整仍属正常，但从支持市场发展的各种因素没有发生根本改变，国内宏观经济也正在逐步改善，流动性宽裕的局面还将持续等方面进行分析，我们判断市场中期上行趋势尚未出现逆转，但未来结构性分化有望加剧。投资者不必过于悲观，可密切关注政策面的变化。</p>