

# Markets insight

# 跨年度行情能否到来 基金看好大内需人民币升值主题

大调整之后的第一年即将过去。在年底冲刺之际,基金也开始着手为2010年的投资提前布局。

那么,市场预期强烈的跨年度行情是否会如期而至?各方面的经济刺激政策将如何演化?在流动性“迷局”之下,如何判断未来全球及国内资金流动性变化趋势?通胀预期是现实还是“水中月”?基金对2010年的配置策略、行业和个股选择又如何判断?本期市场纵横特邀4位基金投研人士共同探讨。

主持人 马全胜 吴晓婧 编辑 潘晓璇

## 市场研判 经济复苏助涨跨年度行情

主持人:目前不少投资者及机构对跨年度行情预期较高,对此应该怎么看?从目前至明年上半年,市场将如何演绎,其主导因素是什么?

张发余:投资者情绪是影响市场趋势的一个方面,而影响投资者情绪的因素是多方面的,有的是市场本身对情绪的影响,而有的则是基本面带来的影响。

从基本面角度来思考市场趋势变化,自次贷危机以来,各国采取的刺激计划或政策正在逐步发挥作用,各种经济领先指标都显示,经济从最低点走出。国内情况也是如此,目前流动性相对充裕,投资、消费维持在高位,同时出口有望转正,这些都表明经济增长的活力在恢复。市场更为关注企业的盈利前景,从盈利前景看,工业企业盈利将会迎来同比快速增长,而上市公司盈利按照卖方和我们的估计,也会保持在较高的增长速度上,这对市场当前走势构成支持。

因此,从基本面上,有理由对市场保持乐观。经济仍处于复苏过程中,只要不出现大的政策失误,这种趋势应该可以继续维持。在这种背景下,我们对市场保持谨慎乐观,基本面的逐步好转是未来一段时间内主导市场的主要因素。

黄焱:今年底到明年上半年,应该会有新一轮基于经济复苏和企业盈利恢复的跨年度行情。其主导因素就是经济复苏所带来企业盈利的恢复。具体行情的节奏、速度以及这轮行情到底能走多远,都要取决于经济复苏的程度和企业盈利恢复的情况。

施海仙:存在展开跨年度行情的可能性。随着股指的不断攀升,后续市场将呈现震荡上行的格局,且震荡的幅

度可能会加大。其主导因素是对宏观经济的预期的一致看好,但由于估值上升,市场分歧也将加大。

吴涛:在9月和10月整体宏观经济数据符合预期,同时全球经济复苏继续强化的情况下,A股市场开始逐步走出由第三季度信贷数据低于预期导致的彷徨期,市场投资者也开始摆脱单纯依靠政府的高投入以及信贷数据超预期来推动行情的思维惯性,而是更全面、更理性地看到,推动未来行情发展的多因素形成的合力,跨年度行情正在逐步展开。

推动跨年度行情展开的合力来自各个方面。首先,今明两年上市公司净利润保持20%以上的增长是大概率事件。因此,2010年沪深300指数成份股的动态PE将下降至17倍以下,这个估值水平相对于明年20%以上的净利润增速,对外资资金还是有较强的诱惑力;其次,海外热钱开始持续流入国内,人民币升值预期开始增强。海外热钱的持续涌入,对于活跃国内资本市场将起到重要作用;第三,今年进出口和民间投资的低基数反而给明年GDP的增长增添了新动力,同时政府对于汽车、家电这两个泛消费行业的扶持政策起到了事半功倍的效果,明年在这方面的扶持力度只会增加,甚至范围还会有所扩大,因此明年消费增长依旧可期。

主持人:您如何看待目前市场的估值水平?

施海仙:当前市场估值水平并不高,2010年估计在20倍左右,预计2010年上市公司盈利能够增长20%-25%。

张发余:如果按照历史PE来看,目前市场估值相对合理,并没有被高估。

市场目前预期上市公司业绩增长在25%左右,从这个角度看,业绩相对于今年的提升非常明显。

黄焱:估值水平需要从两方面来看。一方面,从这轮行情的调整以来,权重股在一个多季度内始终处于调整过程中。银行、地产等主流板块估值并不高,这在客观上造成整个市场的估值中枢不高。

另一方面,目前一些中小盘股票的估值确实已经很高,其中一些高成长性的公司应该享受到高估值。但真正能够保持30%以上的持续成长的公司确实比较少,部分公司的成长性其实并不好,却分享了中小盘股票的高估值。现在很多中小盘个股的估值达到30倍,甚至明年也将维持在30倍的水平,事实上,仅有较小的一部分公司能够支撑这样的估值水平。

随着整个中国证券市场逐步国际化和成熟,A股市场的特征应该逐步向国际化市场的特征靠拢,估值的应该是一些大市值的股票,而不是小市值的股票。因为小市值的股票在成长过程中伴随着很多不确定性,而我们对不确定性的估值给予的折价不够。从这个角度来看,市场的整体估值水平还处于一个合理水平,但在结构上出现较大的分化,这也是我们下一阶段要重点考虑的问题。

吴涛:如前所述,今明两年上市公司净利润保持20%以上的增长是大概率事件。目前沪深300指数成份股2009年的动态PE是22倍,根据中金公司和中信证券最近一周策略周报的预测,其重点研究覆盖的上市公司2010年全年净利润增速预测分别为29.6%和23.2%。因此2010年沪深300指数成份股的动态PE将下降至17倍以下。

## 投资主题 关注大内需与人民币升值

主持人:基于以上分析,您更看好高弹性、强周期的品种还是“能够穿越周期的高成长企业”?对于未来,您看好哪些行业、板块和主题?

黄焱:基于经济复苏带来企业盈利恢复的逻辑,未来的机会更多来源于目前业绩由于受金融危机影响还处于偏底部的一些行业或板块。随着经济的复苏,这些行业的需求状况逐步好转之后,其业绩弹性可能会比较大。尽管其中部分行业目前看来估值比较高,但由于经济复苏带动产能恢复和需求增长,同时会释放相应的业绩提升空间。

相对而言,偏周期行业的机会可能会更大一些。另外,在经济复苏的过程中,将同时伴随着结构的调整,节能环保是其中一个主要的抓手。低碳是明年甚至未来3-5年都可以看好的一个板块或主题。现在看来,比较确定的行业主要有交通工具如电动汽车,其次是智能电网,此外铁路行业也可能受益。

张发余:强周期行业和高增长行业是不同时期的投资品类,而且需要看到不同品类在不同时期的估值水平。如果总能找到穿越周期的高成长的企业,我们当然愿意持有高成长类公司,但通常情况下这是非常稀缺的。

就短期而言,经济复苏的趋势正在带动与经济景气相关的强周期行业的复苏,我们需要给予这些强周期行业足够的关注。从大趋势上看,中国经济正逐步进行结构调整和结构转型,消费也在升级过程中。因此,就看好的行业和板块而言,主要是品牌消费、医药和服务行业,与此相关的主题是产业整合和并购、节能环保和与技术创新相关的行业。

施海仙:中期而言,我们仍然看好稳定增长的行业,但是短期来看,这部分行业的超额收益已经非常高,之前低估的溢价已经基本消失,因此我们短期更看好高弹性的强周期品种。未来看好保险、医药、煤炭、汽车、钢铁、工程机

械、化工中化纤和化肥等行业,关注人民币升值主题、通胀主题、世博主题,看好新能源板块,同时看好新疆、西藏、海西等区域经济发展带来的投资机会。

吴涛:明年A股市场的整体重心将再上一个台阶。届时随着市场整体估值吸引力的下降,行业与行业之间尤其是同行业不同个股的差异化将不断扩大。自下而上的选股思路可能成为2010年获取超额收益的主要途径。

2010年经济将逐步恢复,经济结构的调整和经济增长方式的转变也将进一步展开。与此相对应的区域经济、新能源经济、低碳经济、网络经济的发展将打破传统的行业选股思路。如中部地区将承接东部沿海地区制造业和固定资产投资转移,相应的,该地区的钢铁、水泥以及制造业龙头企业将充分受益,而东部沿海地区这些行业的企业则投资机会不大,东部地区的投资机会可能更注重新兴消费类行业企业的挖掘。新能源经济中,风电和太阳能行业由于核心技术仍掌握在外方手中,该行业的国内企业过度集中在技术含量不高的风机系统总成以及多晶硅制造上,造成这些行业过度竞争,产品利润率每况愈下。相反,新能源动力电池行业由于主要的上市公司均有核心技术,同时在国家政策大力补贴的背景下,未来新能源汽车对于传统能源汽车的部分替代(也可理解为消费升级),哪怕只是对存量汽车1%的替代,这对于新能源动力电池行业的需求也是一个巨大的增量。新能源动力电池板块是否会重演今年汽车和家电股的神话,我们拭目以待。在对行业和主题差异化投资的同时,我们也会加强对能穿越周期的高成长个股投资价值挖掘。

主持人:如何判断未来全球及国内资金流动性变化的趋势?这种变化会给市场带来怎样的影响?

黄焱:强势货币一定伴随着强势的实体经济,这是一个长期命题。短期汇

率的波动是最为复杂的问题之一,但长期来看,在一个经济体持续、快速的增长过程中,一定伴随着本币的升值。基于未来中国经济增长的趋势,本币的升值幅度还不算大,未来还有升值的空间。

从另一个角度来看,本币升值是促使产业结构调整的另一因素,出口型行业肯定会受到影响,而且在产业结构调整的过程中一定伴随着消费结构的调整。预计未来几年可能是人民币的升值伴随着大内需提升的过程。

张发余:对于国内而言,目前流动性充裕的状况正从银行体系进入到实体经济,这可以从M1的状况观察得到。由于中国经济复苏的状况较好,对人民币升值的预期加强,从而也导致了部分热钱的流入。

不过,人民币升值的预期虽然很强,但并不会带来人民币的大幅升值,因为2005年和2009年存在两个不同的经济背景,中国经济增长当前仍然处于潜在经济增长率之下,对于升值的承受能力显然不同。

施海仙:2010年美国最大的风险就是政策过早退出的风险,因此我们判断美联储加息的时间会比较晚,弱势美元最符合美国当前的利益,因此全球流动性仍然会比较宽松。热钱流入和人民币升值预期将会持续,我们看好这两个因素对A股市场的影响,金融、地产、航空板块最为受益。但人民币升值对出口型产业及企业将带来一定的负面影响。

吴涛:美元大幅贬值,投资吸引力下降,全球资金开始加速流向新兴市场(包括中国)。如从10月开始资金持续流入中国香港,推动港元汇率走强,导致香港金管局不得不持续向市场注入美元资金以维护币值稳定;同时,人民币一年期远期汇率走低,人民币升值压力增大,这些都反映了国际短期资本正在重新流入中国。海外热钱的持续涌入,将成为活跃国内资本市场的重要催化剂。



国泰基金 基金管理部副总监 基金经理 黄焱



中银基金研究主管 张发余



申万巴黎投资副总监 施海仙



天治核心成长基金经理 吴涛

## 预期转向 房地产板块机会何在?

主持人:近期,房地产政策出现微调,在这一背景下,如何看待房地产板块?对于房地产上游的钢铁和水泥行业,又该怎么看?

黄焱:近一段时期房价上升之后,市场对于房地产政策的预期相对比较偏负面,而且房地产板块整体调整时间已较长。从历史来看,房地产股票的走势确实与房地产政策的相关性比较高,而且房地产板块的短期波动也较大程度上受政策左右。由于房地产公司业绩的不可测性比较大,所以在投资的过程中不应该仅仅看其估值和业绩,就长期的价值而言还应该关注其NPV。

从政策角度分析,年底是普遍预期政策会密集出台的时期,但由于经济复苏的整体基础还不是特别稳固,作为经济复苏过程中的支柱性行业之一的房地产,应该难以受到政策的严厉打压。我们预计下一阶段政策的调控可能会着眼于控制房价、调整结构、以及增加供给等方面。所以在年底这些利空出尽的时候,房地产板块的相对投资价值还是值得看好的。

对于钢铁、水泥板块,虽然未来房地产开工等因素的促进可能会带来对钢铁、水泥需求的复苏,但这两个行业的产能已经几乎占到全世界的一半,且产业整合的步骤、节奏还是比较缓慢,所以这两个行业会存在一些阶段性机会,但长期的风险也可能较大。

张发余:房地产政策目前虽有微调,但优惠政策相较于2007年来讲,不仅没有下降,反而有所提高。因此,房地产行业的基本面处于该行业最好的时期之一。从最近房地产行业本面的表现来看,也是在逐步好转,可以看到新开工面积、交易量以及房地产价格指数都在上行。在这种背景下政策微调到中性水平是非常

正常的,这种微调可以保证房地产行业可持续发展。

政策微调并不会改变房地产行业运行的格局。房地产投资今年占整个固定资产投资的比重不到2成,而通常情况下则占到四分之一左右,明年房地产投资有可能恢复到正常水平上。因此,我们认为从趋势上看,房地产行业依然值得看好。从房地产公司的基本面来看,其财务状况大幅好转,尤其是现金流状况非常健康,这是我们长期看好房地产的主要原因。

钢铁和水泥行业,我们认为也值得关注。由于钢铁和水泥是铁路、公路和基础设施建设必需的建材,而不仅仅是与房地产行业相关,在控制过剩产能的情况下,行业的利润下限可能提升,而经济复苏也给这些行业提供了支持,从趋势上也值得看好。

施海仙:房地产行业政策微调不会影响行业中期向上的趋势,所以可以继续看好。由于国家近期出台不少限制钢铁、水泥产能过剩的措施,加上我们判断房地产开工会持续好转,因此对其上游的钢铁、水泥行业仍然比较看好。

吴涛:11月以来,房地产板块表现低迷,主要的原因在于政策的不确定性。我们认为目前房地产板块已经反映了房地产优惠政策部分退出的预期,即针对二套房贷和二手房交易的优惠政策取消以抑制投资性需求。

因此,年底的中央经济工作会议中对于房地产优惠政策的定调将成为房地产板块强弱转换的一个催化剂。如果房地产优惠政策符合市场预期,则未来一段时间内对于房地产的不确定性因素将消失;如果房地产优惠政策超预期,则房地产板块可能走出一轮超预期政策的跨年度行情。

## 通胀预期 现实还是“水中月”?

主持人:目前市场对通胀的预期比较强烈,究竟明年的通胀压力如何?通胀是否会成为投资主题之一?

黄焱:对于中国而言,特别是最近5年的经济增长几乎总是伴随着通胀的发生。这其实也是由我国的资源禀赋决定的。我国有丰富的劳动力资源,所以有很强的生产加工能力,但我国的很多资源包括原油、基础金属等都要依赖于国外的进口。在这种背景下,我国经济的快速增长、内需的不断恢复,造成了对资源的不断消耗。

目前看来,低碳经济在对能源的综合利用、资源的综合利用等方面还没有出现重大技术进步之前,经济发展对资源的消耗还是刚性的。从这个角度来讲,中国在经济快速增长的过程中,伴随着资源价格的不断上涨,同时企业迫于成本的压力也会不断提高价格。

因此,从长期来看,伴随着我国经济的成长,物价将始终处于一个不低水平,但通胀不会在一段时间内集中爆发,其节奏是难以把握的。对于未来通胀的来源,最大可能来自于全球经济的复苏,以及全球需求的稳定。如果在这个过程中,中国相对于全球经济又处于一个比较高的增长水平,那么明年下半年可能会出现通胀抬头的现象。

张发余:从我们考察过去金融危机之后通胀的情况来看,其程度通常是比较温和的。明年可能的情况是,通胀预期很强烈,但真实的通胀程度不一定很高。

我国的CPI指数有望在年底转正,由于今年年初CPI基数较低,所以,明年年初CPI同比增速相对较高。若没有新增涨价因素,明年中期之后,CPI基数应该会下降,可见,通胀整体形势并不如预期的严峻。当然,对市场而言,通胀主题永远存在。

施海仙:我们预测CPI指数会在最近两个月就转正,2010年全年物价水平在2.5%-3%之间,因此2010年的物价压

力并不算大,但是再往后看,2011年就需要再行判断。通胀很有可能会成为投资主题之一,我们对能够涨价的行业将密切关注。

吴涛:预计2010年上半年全球主要发达国家将基本走出衰退,当全球经济恢复到危机发生前的水平时,资源品供给弹性相对有限的现实将逐步暴露,同时在美元继续贬值的情况下,上游资源品包括大宗商品价格还将继续上升,中国很有可能重现输入型通胀。因此我们认为2010年二季度以后,上游资源行业和产品行业很有可能会成为通胀预期下市场主题投资的首选。

主持人:对于未来的货币政策和财政政策有何预期?

黄焱:随着经济的复苏,政策的黄金期正在逐步过去。政策退出的节奏与经济复苏的节奏恰好相反。如果经济复苏的迹象越来越明显,基础越来越牢固,则政策退出的步伐相应就会快一些。但我们相信市场对于政策退出的预期已经有所表现,这种预期不会对市场形成重大的压力。

张发余:从政策的连贯性考虑,明年适度宽松的货币政策和积极的财政政策会继续维持,只是财政政策的结构会发生一些变化,我们预期将加大对节能、医疗、社会服务和其他社会公共领域的投入。

施海仙:2010年宽松的货币政策和财政政策均将开始逐步退出,预计退出幅度将会比较温和。

吴涛:预计2010年国家宏观政策的目标将从单一的保增长转向保增长和防通胀并举,财政政策预计不会做大的变化,但是货币政策将从目前的偏松转向中性。预计加息可能出现在2010年中,在通胀超预期情况下加息幅度可能是54个基点,新增贷款规模约在7万亿左右。