

机构预期现分歧鸿沟

A股市场在上周二惊鸿一跌后,周末却出人意料地企稳,这种既可以看作下跌后短期反弹,也可以看作盘底整固后等待上扬的行情特征,使得机构之间的分歧愈来愈明显。仅仅几天时间,公募、私募和卖方机构之间的判断似乎已经完全不一致了。

——本报记者 周宏

卖方:宏观判断空前乐观

卖方依旧保持着强烈的乐观情绪。这是我们在上周旁听了个策略论坛后得到的最大感想。而这一切主要是来自他们对宏观经济的乐观。

根据我们的统计,业内最有影响力的八家卖方机构对明年的经济预测是,GDP增长9.5%~10%,CPI(通胀)则非常有效的控制在2.5%以内,固定资产投资维持高速,而出口的恢复性增长在9%以上。

这样的高增长、低通胀的预期自然让很多卖方得出“上市公司业绩增长趋势确定、货币政策压力不大”的结论,有效地支持了他们对市场的预期。

由此,大部分的卖方机构的市场预期高点依然维持在4000点至4500点一线,而且都认为明年上半年的业绩没有问题。

公募:乐观正在转向

与此同时,此前大部分和卖方机构保持一致投资观点的公募基金,正在经历有些明显的观点波动。从乐观转向短期的不乐观预期。

比如,申万巴黎在上周就发布了一个周中的判断,认为地产紧缩政策超预期,短期走势不明朗的文章。其主要观点是,造成近期调整的主要原因有:房地产调控政策、扩容速度的不断加快以及外围市场美元持续走强等因素,其中尤其是一系列房地产调控政策的推出,包括取消二手房优惠,国务院要求遏制部分城市房价过快上涨,五部委联合表示房地产企业拿地首付不得低于50%,短期内房地产行业的政策环境趋紧信号非常明显,导致市场对地产股预期发生改变。

另外,12月以来市场扩容节奏明显加快,权重股、创业板、中小板新股的密集发行以及央行连续十周净



回笼资金,给短期股市的资金面造成较大考验。市场资金面的压力也导致了中小盘和大盘股之间转而不换的格局,权重股上涨缺乏持续性。

私募:继续维持明显谨慎观点

与此同时,一些有经验的私募机构则明显维持相对空头的观点,当然,其中相当部分原因是这些机构本来就有比较强的风险控制意识。

总体上看,私募机构对于行情的把握有两个明显的担心。

一方面是市场估值,一些机构认为经过2009年的大幅度反弹以后,现在A股市场的估值已经回到市场中值,大概在09年是26倍,PB大概是3.5倍的样子,一些中小企业或者是一些中小行业的公司,他们的估值水平应该是非常高的,而主流行业和主流公司的估值水平应该说也不高,所以判断整个市场可能只有结构性的机会。

另一个担心则是来自宏观经济,尤其是政策转向的潜在可能。包括全球货币政策退出的影响,乃至市场整体的预期变化,都是大家担心的事情。

基金手记

2010的考验



交银蓝筹基金经理 崔海峰

展望2010年的A股市场,投资人应做出什么样的预期?从目前机构卖方做出的各类预期来看,基本还是很乐观的,但如果历史统计继续有效,那么未来的A股市场或许还会呈现出更多样化的表现。当然,更重要的是如何应对经济和市场的变化。

预判2010年的A股市场,有几个因素或问题值得投资人关注。

第一、如果经济回归均衡增长阶段,且经济的波动性在收敛,则A股指数还会大起大落吗?A股市场更多的是否将是结构性机会?

经济周期起伏伏曾相识,回顾1998年以来的经济复苏进程,经济增

长从1996年第一季度的10.90%,大幅回落到1998年第二季度的7.20%,随后逐步回升到1999年第四季度的7.60%,以及2001年第三季度的8.00%;反映了在经济复苏阶段经历了经济反复但底部抬高的过程。

而经济增长从2007年第二季度的13.4%,到2009年第一季度的6.10%,经历了大起大落之后,逐步从复苏走向恢复性增长,进入均衡增长区域。如果经济的周期性还存在,那么增长波动性在均衡增长的阶段将处于收敛状态。

经济在经历了第一次去库存化之后,走出衰退,开始了恢复性增长,随后就需要产能结构的再调整。在固定资产投资上,国家和私营部门的比重需要调整,相应的生产要素改革急需推进;进出口上,外部再平衡的过程尽管开始改善,但地区和产品需要再调整,同时,进口需求和结构重新提到国家政策层面。而作为持续增长保障的消费也面临收入再分配的改革推进,贫富差距的拉大倾向也极大制约着消费增长的升级。

因此,在进入可能出现的再次繁荣增长阶段之前,我们需要平衡和改善经济实体中存在的结构性问题。而在当前这样的恢复性增长和步入均衡增长阶段,实体经济的波动性在减弱,A股市

场就缺乏大起大落的经济基础了。

但市场的结构性机会还是存在的。政府的经济结构调整政策的方向就是投资人值得关注的结构性机会。政府2010年“调结构、促民生”的经济政策或许就是A股市场明年的主题线索。例如,要素改革、区域振兴、节能减排、城镇化、出口改善等都是值得关注的线索。

第二、投资人对货币政策的收缩或已经有了预期,但问题是对于货币政策收缩的节奏和力度,投资人有相对稳定的预期吗?货币供应增长从30%附近回缩到20%附近,A股市场对此已经完全适应了吗?

2008年11月以来,随着政府的货币供应大幅增长,实体企业的业绩尽管有明显的恢复,而有的行业还处在不稳定阶段,但A股市场对企业估值(P/E)却出现了大幅抬升。同样,现在投资人要面对的是政府货币政策的收缩。7月底货币政策的边际微调,A股市场就做出了第一次演绎,最为明显的是行业投资板块发生了明显的替换,稳定性和消费性行业以及中小盘股票表现积极。

回顾过往货币政策收缩中,尤其是货币供应增长开始明显回收的阶段,A股市场指数常处于明显的回调和震荡,即使有可能继续上行,但也表现出震荡态势。因此,货币供应量增长幅度的变化还

是对市场有着明显的影响的,毕竟作为市场整体,估值抬升对市场价格的影响远大于企业业绩的增长预期。展望2010,如果货币供应增长从30%附近回缩到20%附近,实体经济的流动性可能还算充裕,但虚拟经济的A股市场可能还需要不断适应,未来总有一个不稳定的货币政策预期压制着市场的走势。例如,2009年12月份地产调控政策的连续出台,投资人显然并没有充分预期,导致市场急速下跌。

现在,还多了一个不稳定因素,2010年是否会出现美国货币政策的第一次收缩?假设出现,它的第一次边际效应如果很剧烈,则市场的第一次震荡演绎将会随之而来。

另外,随着CPI和PPI增长的转正,通胀预期开始蔓延,尤其对资产类预期更为明显。从全年来看,2010年实际GDP的增长相对于09年或许并不明显,但名义GDP却可能增长很多。投资的机会就在价格,尤其中上游的原材料行业和资产类行业。不过结合政府的货币政策收缩预期,这样的投资机会存在一个时间差,即实体经济物价实质上涨和政府货币政策再次加强紧缩的时间差。因此,如果政府出于平衡的考虑而再次加强紧缩,则货币收缩的加强是会滞后的,因此中上游的投资机会是存在的。

资金观潮

基金拍案惊奇

◎本报记者 周宏

2009年的市场还有4个交易日就会结束,这个市场正式进入了倒计时的状态。及至今日,在这个基金市场乃至行业的运营状况大都落定的时候,回头来看,满眼皆是惊奇。

从基金发行上讲,今年是个罕见的大年,尤其在2008年大熊市之后,更是罕见。一方面,市场募集水平整体快速恢复,个数大幅增加,创历史纪录。在年中、年终两轮大公司发行潮的推动下,基金行业的首发募集状况成功突破3500亿,直指4000亿,大大超越业内预期。

同时更为难得的是,行业存量的基金规模份额虽有减少(尤其是年末赎回开始增大),但仍然维持了整体的总量水平。“增量有收入、存量没变化”,这年初大家可以预想的最好状况,也是大家能够想到的可能性最小的状况,居然实现了。

另一个惊奇在业绩上,今年的基金业绩水平之好,也是市场意料外的事情。当然,这相当程度上要归功于基础市场的强势表现。

在年初,行业预期今年股基表现不行,要另想发展之道。最终整个市场规模维持了一个管理资产的总体平稳,其中单位净值飙升因素,其实贡献最大。尤其是,今年股基整体业绩的回升迅速,指数基金表现尤其良好。这两点上,整个市场基金行业的最终状况是让人惊叹的。

当然,我们也可以发现,整体上,基金业绩和股指的表现关联度日益密切,已经达到了很高的水平。这个结论一方面解释了指数基金旺销的原因,另一方面,也成了基金主动管理能力的一个悖论。

第三个,则是投资者对基金行业的信任程度、对基金业绩的宽容程度令人感动。一方面,在2008年遭遇如此大的损失之后,新老基民仍然能够花4000亿元增购新基金,这种热情委实让人动容。即便用流动性泛滥、居民收入提升等原因来解释,我们依然认为这种情况很不容易。另一方面,诸多投资者在基金业绩反弹后,仍然采取坚守的立场,让人意外。历史上,大熊市后的第二年反弹,基金赎回幅度都会大幅增加,但或许是大跌和大涨的市场确实让投资者迅速“成熟”,上述事情并没有发生。

但这样的惊奇毕竟只属于2009年,相信2010年很多惊奇将无法再现。基金业绩或许没有2009年这样大幅增长的机会。新基金发行的规模则有更多不确定。投资者的耐心或许也将没有那么好。2010年行业更有可能回到常态中去。

最近成立的十家偏股型基金

基金简称	首发规模(亿份)
银华300	6.7
瑞和300	32.16
景顺能源	9.34
诺安100	21.1
光大配置	7.33
中邮优势	39.42
海富100	20.87
建信300	53.26
易方达深100联接	191
华夏盛世	180