增长回归常态化后的新平衡、新经济、新机遇

——中国资本市场第32届季度高级研讨会主题报告

■江海证券副总裁 蒋宝林
■江海证券研究所总经理 李桓

(本版摄影 姚炯)

精彩语录

■ 根据投资时钟，大牛市必须具备两个条件：低通胀和高增长。用经济学的解释就是，生产效率快速提升、企业盈利水平持续提高、估值有流动性支撑，但这些条件 2010 年暂时不具备，可能要在中国经济结构性转型完成之后才有可能是新一轮牛市的起点。

■ 2009 年是政策与衰退斗争的一年，反衰退政策引发的资本流动是资产配置的主线；而 2010 年是政策向常态化过渡的一年。从执行层面上，政策将从应急状态的“积极和单向”转向平稳状态的“适度和灵活”，注重结构性调整。

■ 进入 2010 年之后，市场行情演绎的逻辑已经完全被政策动向所牵引，这或是当前市场在难以实现由流动性推动向业绩支撑切换的一个短期的无奈选择。但无论如何，这种行情的阶段性趋势还必须等到市场投资者对政策的预期充分兑现后才能实现方向的另一次转换。

■很多情况下，特别是在市场还不具备做空机制情况下，人们都愿意相信市场情绪总体上总是偏乐观的，因此在有利多消息时更倾向于市场情绪会得到正面激发，股市会上涨。但现在的事实是，由于投资者在操作中屡受挫折，以致对后市并不乐观，而最近一个阶段市场情绪还在继续恶化。

■ 大众性的预测经常是错误的，市场往往遵循“反向法则”。这不是机构预测的错，而是市场预期惹的祸。因为大家做预测时是基于现状来推测的，逻辑上没有错，可是却忽视了这样一个细节——所作的预测结果本身却影响了决策。

■ 随着全流通的到来，市场规模变得很大了。如果想让市场上绝大多数股票都有投资价值，必须是经济全面超预期或者系统性风险导致的价值严重低估。除此之外，风格分化成了必然的结局。而针对目前市场的估值结构，2010 年要么炒指数，要么就是炒梦想。

■ 人口结构、大宗商品价格与技术创新是影响股市循环的三大重要因素，人口结构的影响周期是 50 年左右，科技创新的影响周期大约在 30 年左右，大宗商品周期也大概有 30 年。从三大周期的分析中我们可以看出，三大周期叠加步入低谷将成为 2010 年的大概率事件，因此，2010 年 A 股市场走牛概率不大，震荡运行将是主旋律。

■ 从收入形成视角看，2009 年的高消费不是偶然的，它是由政策刺激、流动性释放与收入存量的消耗决定的。分析表明，财富消耗是第一位的，流动性释放是第二位的，政策刺激是第三位的。对于 2010–2012 年的消费来看，上述三大推动因素依然存在，但每一项的作用都在递减。

⊙江海证券研发部

一、2010年中国经济整体将平稳增长

中国经济目前已走出了困境，从刚刚公布的经济数据来看，去年四季度GDP同比增长10.7%，环比增长2.8%，经济数据远远好于此前预期。此外，从经济“三驾马车”——投资、出口和消费数据来看，宏观经济形势持续改善：出口持续回升；国内投资回落到正常水平；国内消费稳定增长；经济增长结构更趋合理，符合中央宏观调控目标。经测算，从去年12月份数据来看，国内固定资产投资增速为20.7%，同比回落较大；社会消费品零售总额增长17.5%，季调环比增长1.6%，增速持续上升；出口同比首次正增长16.6%，季调环比增长超10%，出口回升速度超预期。

2010年在投资、出口以及消费三驾马车的拉动下，经济仍然会实现比较快的增长。在单纯考虑扩内需加大消费和低基数加大了出口复苏情景下，2010年GDP增速将超过10%，但这不利于政府的宏观调控和产业调整。我们认为政府将竭力避免经济过热走势，估计2010年三大需求——消费、投资和净出口对GDP分别贡献4.3、5.2和0个百分点。

宏观经济比较大的挑战在于通货膨胀，从货币M1领先CPI6–12个月来看，今年上半年物价回升速度将非常快，从翘尾因素看高通胀风险在二季度末。目前对于通货膨胀大众也已经产生了一定预期，表现在储蓄增长缓慢、M1增长迅猛、房地产恐慌消费和股市热潮之中。基期效应、食品价格和市政公共服务价格上升，是2010年物价的三大涨价因素。尽管我们预期2010年全年CPI上涨3%、PPI上升5%，但不排除个别月份CPI明显高于5%。

面对复杂的国际国内环境，我们预期2010年国家货币政策将更加注重灵活性和稳定通胀预期。央行目前已经上调准备金率0.5%，春节后可能会再次上调0.5%，这显示了政府对控制通胀和经济过热的决心。我们预计2010年央行可能加息2次，每次27个基点，以控制经济过热和通胀预期。而信贷方面，为了保证经济平稳增长，我们认为2010年新增信贷规模将会在7.4万亿元左右，比2009年有明显下降。由于实体经济复苏将导致信贷需求进一步增长，7.4万亿元属于比较低的水平。再加上七大新兴战略产业，如新能源、新材料、信息产业、新医药、生物育种、节能环保、电动汽车的扶持也需要信贷投放支持，我们认为传统制造业的贷款规模被压缩可能性比较大，这也反映了“调结构”的中国经济转型战略需求。

二、2010年股市将会是平衡市

在这样的宏观背景下，我们认为2010年不大可能是大牛市。根据投资时钟，大牛市必须具备两个条件：低通胀和高增长。用经济学的解释就是，生产效率快速提升、企业盈利水平持续提高、估值有流动性支撑，但这些条件2010年暂时不具备，可能要在中国经济结构性转型完成之后才有可能是新一轮牛市的起点。

而股指大幅下跌的可能性也不大，因为从估值上，目前市场整体估值仍然合理，大盘股估值较低。我们预测2010年上市公司净利润将同比增长27%左右，这将为市场带来支撑。但市场在经历2009年的大幅上涨后，这些业绩增长已被充分预期，这将造成A股整体估值进一步提高空间有限。同时从股市对资金的需求来看，流通市值大规模增加，再融资额也会大幅增长。我们预测2010年再融资额将会达到7000亿元以上，比2009年增长40%左右。

综合这些因素判断，我们认为2010年股市将会是一个平衡市，沪深300指数将会在3500点附近波动，向上和向下空间估计在20%左右。

三、海外市场的刺激政策退出将是主要风险

2010年的A股市场表现还受制于外围市场。从欧美情况来看，欧美经济随着1980–2000年信息技术主导产业引发的“新经济”增长的饱和，以及2001–2006年低成本刺激下房地产信贷扩张周期的结束，当前全球经济难觅新的增长动力。我们判断2010年全球市场仍然处于弱势复苏阶段，而股市也已经基本上涨到了估值高端。以美国标准普尔指数1145点计算，现在估值达到20.8倍。从历史来看，估值平均水平是15倍，再加上一个标准差也就是20倍。而在138年的历史中标准普尔只有12%的时间估值水平在20倍以上，在目前的经济形势下估值进一步提升的可能性不大。

今年二、三季度将是美联储“退出”策略的时间窗口，超低利率毕竟是针对紧急状态的应对之策，紧急状态正在开始解除。为了避免潜在的高通胀风险，在市场恢复稳定情况下，我们认为美联储将逐步退出目前的流动性支持政策。目前美国创造的大量流动性工具都有一定期限，美联储没有延长这些工具的期限，而是决定让这些工具到期结束，这些工具中的大部分将在今年2月1日到期。在国际方面，美联储决定与其它主要中央银行合作，于2月1日前关闭短期流动性互换安排。在上述措施完成后，预计美联储将会在今年年中加息一到二次，每次二十五个基点，因此，短期资金流向的改变将有利于美元。而欧洲由于债务负担较重的原因将承受更大压力，部分债务负担过重的发展中国家如印度也将面临风险。

四、行业配置策略：紧跟政策，把握转型

1、沿着“调结构”方向把握转型机会

2009年是政策与衰退斗争的一年，反衰退政策引发的资本流动是资产配置的主线。而2010年是政策向常态化过渡的一年。从执行层面上，政策将从应急状态的“积极和单向”转向平稳状态的“适度和灵活”，注重结构性调整。对于股市而言，虽然渠道和方式有所不同，但享受政策红利的本质没有改变。而投资逻辑也需要沿着“调结构”方向演进，把握中国经济转型的机会。

从具体的细节上看，我们认为调结构主要包括需求结构的调整、收入结构调整、产业结构和区域经济结构调整。在这样的大背景下，我们认为资本市场在指数上也会反映这种调整，即传统产业，尤其是传统制造业的权重会下降，包括银行（因为银行目前的收入中来自传统制造业贷款的权重很大），而新兴产业和消费相关行业的权重会上升。这样的此消彼长决定了指数在国民经济调结构期间不会有大的起伏，但是结构性机会将会相当多。

2、两条线索、四个主题

在调结构大背景下，我们认为资本市场在国民经济中的地位将得到显著提升，成为政策扶持的对象，迎来难得的历史性发展机遇，并且会不断受到政策惠顾。但也会阶段性的承担经济转型的社会责任，相对而言机遇大于挑战，前途曲折但是光明。就2010年及以后的市场策略和资产配置，我们重点关注以下几条线索和主题，其中有些是阶段性的，有些是持续。

线索一：促消费政策（商业零售、食品饮料、医药、保险、证券等消费和服务业受益）

提高消费能力、培育新的消费增长点、加强商贸流通建设、完善社保体系以解决消费的后顾之忧，提高居民收入在国民收入分配中的比重和劳动报酬在初次分配中的比重，逐步缩小居民收入分配差距，加强对高收入的税收调节，保险和资本市场在其中将起到重要的媒介作用。

线索二：推进产业结构调整——新兴产业如电子信息产业（三网合一及物联网相关软硬件及其配件）、生命科学、低碳经济相关受益产业

推动服务业成为国民经济主导产业，消除限制服务业发展的体制障碍，有限发展生产性服务业，鼓励有条件地区发展生产性服务集聚区，淘汰落后产能，发展新能源和节能环保产业，特别是新能源汽车；发展节能建筑等新材料，完善要素价格体系，优化资源使用。

主题一：区域经济结构调整（区域板块受益，重点看好新疆，西藏，海南，安徽、重庆）

政府的策略是推进区域间公共服务均等化，发展各区域的优势产业，促进区域间协调发展，鼓励产业有序转移、要素合理流动，加快推进主体功能区建设和配套政策，着力构建工业服务和集聚人口的城市区，保障农产品安全的农业区以及保障生态安全为主的生态区。

主题二：央企和地方国有企业的改革和整合

资源整合是调结构也是合理利用资源的需要，同时也是国有企业体制改革的一部分。未来一段时间，市值考核和政策推动将加速和助推各级国有企业对上市公司平台进行整合，将优质资源注入上市公司，通过股权激励等方式将上市公司经营业绩与企业高管形成利益共同体。资本市场对整合的过程会比较热衷，投资机会层出不穷。

主题三：通胀预期带来的机会

我们觉得基本生活用品价格上涨是大趋势，在这个过程中的不同阶段会有不同的受益行业和公司。产品提价将是未来一段时间可以预期的大概率事件，竞争力强的行业或者具有独家品种及品牌优势的企业将会因此而受益。

主题四：高铁、地铁等基本建设投资的配套设备

这几个领域的基建投资市场已经充分预期，在经济转型和信贷回落过程中难以超预期。但是后续的相关配套设备，尤其是细分行业的电子、调度、监控及配件领域，将会产生阶段性的高成长公司，带来阶段性投资机遇。

3、行业配置建议

我们建议投资者超配受益于调结构和产业升级的板块：金融服务（保险，券商），商业贸易（主要指商业零售），旅游酒店、食品饮料、餐饮娱乐、其它社会服务业等消费相关产业；医药生物、电子信息产业（三网合一及物联网相关软硬件及其配件）、电气设备和新能源、高端制造业（军工）等。

一季度，新兴产业板块中的低碳、节能环保、TMT行业的相关公司有望引领新一轮经济增长，可重点配置。同时一季度也是传统的政策密集期，政府对经济结构调整的决心和对区域经济转型的支持力度可能超预期，相关区域将会受益，建议投资者适当配置区域经济板块（新疆，西藏，海南，安徽，重庆）。我们也看好估值合理、有高送配预期的中小板和创业板个股。

二季度，主要看好消费（商业贸易，餐饮旅游，食品饮料）和部分金融股，如保险、券商等。我们认为政府对消费的支持方向不仅局限于对商品消费的直接刺激，更多倾向于提升居民的长期消费需求，如完善社保、医保，上调粮价增加农民收入等。同时在广大农村和中西部人均GDP梯度性迈入新阶段后，消费升级将提供爆发性增长机会，这将为消费股提供长期的增长机遇。看好券商的理由是我们预计融资融券和股指期货将会在4月份推出，这将成为券商股新一轮行情的催化剂。而在中国社会保障程度进一步发展情况下，商业保险的增长空间巨大，保险股在二季度也会有较好的投资机会。

五、重点上市公司推荐

2010年的指数机会有限但行业机会和个股机会很丰富，随着政策变化和海外经济冲击表现出更多的波动性和轮动性。经济结构调整将成为催生大牛股的温床，就像前十年中国制造业的起飞、全球一体化和房地产成为支柱产业催生了四川长虹、青岛海尔、万科、中集集团、深赤湾这样的牛股一样，今年也将在消费产业及新兴产业中涌现出更多的牛股。

1、电子信息产业（三网合一及物联网相关软硬件及其配件）

政策将陆续出台，为行业发展提供指导意见，我们认为3G、物联网、三网融合等代表了未来几年行业的发展方向。

3G产业——2009年3G网络已基本建成，2010年为3G快速发展年，3G用户将达到6000–8000万户。关注受益于终端发展的相关公司，推荐电子元器件领域的**莱宝高科**、**超声电子**、**歌尔声学**；网优覆盖领域的**三维通信**；增值服务领域的**拓维信息**、**北纬通信**；光通信领域的**烽火通信**、**光迅科技**。

物联网——物联网已进入到应用驱动阶段，集中在一些行业、企业的小规模闭环应用，多采用RFID技术。建议投资者关注已经进入闭环应用的厂商，推荐**长电科技**、**拓维信息**和**航天信息**。

软件——关注行业应用开发和集成公司，重点推荐**川大智胜**、**青岛软控**、**东软集团**以及受益于三网融合的网络服务提供商**生意宝**、**同花顺**。

传媒——跨区域整合成为投资主题，重点推荐**时代出版**、**歌华有线**、**天威视讯**，以及影视剧制作领域的**华谊兄弟**。

2、商业贸易（主要指商业零售），旅游酒店、食品饮料、餐饮娱乐、其它社会服务业等消费相关产业

国家鼓励消费的政策刺激力度加大，看好商务部提出2010年采取的五大扩大消费措施带来的投资机会。我们认为应根据消费升级发展趋势，从业态、技术创新、整合并购等角度挖掘有投资价值的优质股。

商业零售——各种促消费政策特别是农村消费和城市消费将带动在二三线城市布局的龙头零售企业，消费升级促使在发达城市中走差异化路线来满足消费需求的零售企业将取得竞争优势，看好**合肥百货**、**苏宁电器**、**大商股份**、**欧亚集团**、**广州友谊**、**豫园商城**。

家用电器——家电下乡、以旧换新政策持续进行，关注政策导向和渠道优势企业，如**青岛海尔**，**海信电器**。

旅游酒店——消费升级和政策导向支持旅游业快速发展，旅游业有望获得超额收益，推荐**锦江股份**，**中国国旅**，**三特索道**。

纺织服装——2010年出口复苏、内销旺盛，看好强势品牌服装企业和家纺企业，如**鲁泰A**，**富安娜**，**七匹狼**。

食品饮料——白酒：受益于经济回暖和消费升级，在经济向好大环境下2010年高端白酒有望量价齐升，**贵州茅台**，**五粮液**受益；啤酒：长期受益于市场集中度的提升，短期市场竞争依旧激烈，看好**青岛啤酒**，**燕京啤酒**；乳制品：液体乳增速恢复正常，农村收入有望推动液体乳销量进一步上升，婴幼儿奶粉业务有望成为未来几年亮点，看好**ST伊利**。

3、电气设备与新能源

哥本哈根会议燃起了全世界前所未有的低碳热情，虽然会议并未达成实质性的成果，但摆在全世界面前的能源、环境、经济问题已使低碳经济成为必然选择。从低碳经济的主要实现路径来看，新能源、智能电网和节能产业将会在政策大力支持下实现高速发展，推荐**天威保变**，**国电南瑞**，**科陆电子**，**荣信股份**，**中核科技**，**特变电工**，**九洲电气**。

4、医药生物

长期策略方面，在产业升级大背景下，我们建议关注**恒瑞医药**。此外，中药面临大的景气周期，**同仁堂**将成为最大受益者；短期来看，我们建议把握政策受益、消费升级两条主线，并关注突发事件带来的投资机会，看好**康缘药业**、**鱼跃医疗**、**双鹤药业**、**哈药股份**、**科华生物**、**国药股份**。

5、保险

中国正经历着人口结构的重大转变，包括预计寿命延长、出生率下降、人口老龄化、城市人口及收入增加，这些因素预期将带来寿险、健康险以及养老险的发展机遇，上海个税递延仅是开始。现阶段保险公司盈利能力在逐步增强，此外近期由于新会计政策导致保险股股价出现大幅调整，估值具有足够的吸引力，推荐**中国平安**、**中国太保**、**中国人寿**。

6、证券

融资融券，股指期货推出将提升试点券商的净利息收入与佣金收入。两项业务合计，按受益程度高低排列分别是**光大证券**、**海通证券**、**招商证券**、**中信证券**。

7、高端制造业（军工）

政策导向的行业整合机会，重点关注国防工业领域的兼并重组机会，如中国航空工业集团与中国兵器工业集团等军工央企的资产证券化带来的投资机会，重点推荐**洪都航空**、**哈飞股份**。

中国资本市场第32届季度高级研讨会

国信证券总裁助理 何诚颖

从三大周期视角观察 A 股运行趋势

⊙国信证券总裁助理 何诚颖

人口结构、大宗商品价格与技术创新是影响股市循环的三大重要因素，人口结构的影响周期是 50 年左右，科技创新的影响周期大约在 30 年左右，大宗商品周期也大概有 30 年。结合这三大周期来分析 A 股走势，会给我们研判市场提供一个全新视角。

数据显示，我国从 1965 年开始进入人口红利阶，即体现为抚养比下降和储蓄人口比例上升。当前我们处于人口红利后期，2010 年抚养比和储蓄人口比例都将出现转折性变化，即人口红利将逐渐转为人口负债。长期以来的人口红利带来了我国经济总量和居民财富的大量积累，对资产潜在的影响力也在不断增强。但随着 2010 年人口红利进入拐点期，未来的资产价格（股票市场、房地产市场）均会不同程度地受到金融资产需求下降的影响。

历史上数次技术创新与经济周期的统计规律显示，基于技术创新的世界经济的长周期在总体上表现出递减趋势。比如，以纺织工业为主导产业的第一个长周期（1780–1840 年）历时 60 年，以钢铁工业为主导产业的第二个长周期（1840–1892 年）历时 52 年，以石油重化工工业为主导产业的第三个长周期（1892–1935 年）历时 43 年，以汽车工业为主导产业的第四个长周期（1935–1982 年）历时 47 年，而以 IT 产业为主导产业的第五个长周期（1982–）正在接近尾声。从目前对新能源、低碳经济的国际关注度以及相关项目的投资额度来看，2010 年有可能是第五次周期的终点，同时也是新的技术创新周期的起点。

根据典型的康德拉耶夫长波周期，资源性商品的长周期波动呈现八个长波波峰周期，分别为 1781–1814（33 年）、1814–1840（26 年）、1840–1864（24 年）、1864–1890（26 年）、1890–1918（28 年）、1918–1950（32 年）、1950–1980（30 年）。而 2008 年 7 月开始，资源商品大跌极有可能是 1980 年以来的第八长波波峰。按照平均 30 年的周期规律来看，2009 年大宗商品反弹之后 2010 年很可能迎来本轮周期的大底。由于资源品类别股票在股市中的高权重，不可避免地将拖累大盘。

从三大周期的分析中我们可以看出，三大周期叠加步入低谷将成为 2010 年的大概率事件，因此，2010 年 A 股市场走牛概率不大，震荡运行将是主旋律。

申银万国证券研究所市场研究总监 桂浩明

悲观情绪还在进一步影响着市场

⊙申银万国证券研究所市场研究总监 桂浩明

大家都知道，虽然与宏观面、基本面等因素相比，市场情绪对股市行情的影响要小得多，但是人们也不得不承认，在某种特定情况下，市场情绪对行情而言又是不可小看的。譬如去年年底的时候，有关方面宣布对个人转让限售股收益将征收所得税，对这个消息，不同的人们可以有不同的理解。此举对完善资本市场的税收制度、稳定投资者预期有着积极作用，因此将其作为一个利好来看待也是有道理的。但实际情况却是消息公布后的第一个交易日股市就出现了不小的调整，以至把保持了多年的股市新年“开门红”记录也中断了。问题出在哪里？就出在当时的市场情绪并不好，把利好作为了出货良机。

再譬如，融资融券与股指期货试点获准消息公布被普遍认为是一大利多，可是消息公布后首个交易日股市高开低走，此后又是持续疲软。显然这则利好并没有强化投资者看好后市的信心，因为在其内心深处，对接下去的行情并不看好；还有上周央行一年期票据发行利率提高了 8.3 个基点，在债券市场上这应该说不是一件什么大事，但是在偏淡的市场情绪下，仍然被从利空角度来解读，并且与不久前央行提高准备金率相提并论，将它视为是升息的预兆。于是一件与资本市场本来并无直接关系的事件就因为市场情绪的发挥，变成了股市中的利空，进而成为导致股市下跌的推手之一。

以上这些案例表明，当市场情绪不好的时候，中性的，乃至利好的消息都会成为利空，或者是事实上起到了利空作用。一段时间以来，股市扩容加速，大盘股该涨未涨，很多投资者面对这样的行情感到无所适从，操作积极性下降，这就不能不影响到市场情绪。而且市场情绪是有传染性的，就是说一旦某种市场情绪确实影响了行情，那么这种影响力将会不断增强，从而在相当程度上制约了股市走势。

很多情况下，特别是在市场还不具备做空机制情况下，人们都愿意相信市场情绪总体上总是偏乐观的，因此在有利多消息时更倾向于市场情绪会得到正面激发，股市会上涨。但现在的事实是，由于投资者在操作中屡受挫折，以致对后市并不乐观，而最近一个阶段市场情绪还在继续恶化。在这种情况下股市很可能会不断走弱，即便此时有一般程度的利好消息，恐怕对市场也产生不了什么大的作用。

英大证券研究所所长 李大霄

2010，融冰之旅需要坚持

⊙英大证券研究所所长 李大霄

欧美等发达国家史无前例的大规模救助及经济刺激计划最终产生了积极效果，随着去杠杆化进程的推进，消费者信心恢复，欧美等国经济衰退的坚冰已渐渐消融，复苏的绿芽正待破土而出。根据国际货币基金组织 IMF 表示，全球金融状况已经改善，前所未有的政策干预已经减弱了系统崩溃的危险，经济复苏预期已经增强。虽然复苏之路也许崎岖，但 IMF 在最新的预测报告中将 2010 年 GDP 增长 2.5% 上调至 3.1%。

在国内，2010 年也许会出现出口恢复、投资平稳、消费再接再厉，三驾马车齐力拉动中国经济增长的状况。2005–2007 年，净出口对经济的贡献率曾达到 20%左右，而由于外需不足 2008 年下滑到 9.2%，2009 年预计贡献为负。但是随着欧美等国家经济的逐步复苏，预计 2010 年我国出口增速将明显恢复；投资方面，由于中央及地方基础设施投资项目的连续性以及对经济复苏的期望，政府及民间投资均有望保持平稳增长；消费方面，在本次金融危机中，我国经济对外需依存度过高的问题彰显的一览无余，所以启动内需成为刺激经济的重中之重。

基于以上总体情况，2010 年行情的整体特点是，出现大泡沫和出现极端低迷行情的概率都非常低。2010 年 A 股市场即将实现全流通，产业资本渐渐取代基金成为市场主导。另外，如果 2010 年融资融券和股指期货等工具逐步推出，以及证券发行继续受到控制，整个市场长周期波动幅度将减小，但短周期波动加剧，市场结构以及部分板块则可能面临较为激烈的调整，局部泡沫也有可能出现。2010 年总体上将呈现震荡格局，市场重心随着时间推移震荡向上概率偏大，但上涨速度会放缓，市场主体投资机会与阶段性和结构性机会并存局面将有可能出现。

资产配置方向：最佳的配置时机已经过去，但仍然可持有股票、房产，低配现金，债券还未出现比较佳的超配时机；资产配置方面，投资吸引力比较排序依次为：H 股、B 股、封闭式基金、QDII、A 股；行业方面，建议重点关注金融、煤炭、石油化工、房地产、航运、造纸、通信、工程机械、家电、钢铁、医药、农业（含林业）等；建议重点关注三条投资主线：（1）上市公司业绩回暖；（2）产业整合与资产注入；（3）低碳、环保、新能源、新材料及高新技术的应用等。

2010 年的风险关注点：第一，如果未来经济复苏进程缓慢，上市公司业绩增长低于预期，将使得 A 股估值承压。其次，随着行情不断上涨，局部泡沫已经出现，大小非减持动力也越来越大，而再融资、IPO、创业板和国际板等会使行情受压。第三，注意货币政策和财政政策微调力度对市场的影响，如果过早退出将使市场受压。第四，国家对房地产相关政策的态度将对经济复苏速度起决定性作用。第五，当出现涨速过快时，股市政策风险是要考虑的一个重要因素。但目前为止暂未出现离场信号，过度悲观并不可取。

危机总会过去，融冰之旅需要坚持，而坚持就是胜利。

湘财证券研究所所长 袁绪亚

等待从对政策预期的迷途中归来

⊙湘财证券研究所副所长 袁绪亚

进入 2010 年之后，市场行情演绎的逻辑已经完全被政策动向所牵引，这或是当前市场在难以实现由流动性推动向业绩支撑切换的一个短期的无奈选择。但无论如何，这种行情的阶段性趋势还必须等到市场投资者对政策的预期充分兑现后才能实现方向的另一次转换。因此，政策风向惯性左右当前市场的内在逻辑还会持续，投资者更必须适应这个过程，等待市场行情向业绩支撑转换的“归真”。

就当前中国经济运行来看，政策出台的路径将会沿着两条路线进行。一个是管理通胀预期路径。相应的市场预期为，对利率调整控制流动性的价格手段的最终应用，以及在这之前的各项抑制流动性的措施更为密集性涌出等，反映在二级市场上则是流动性推动行情终止后更大级别的回调以寻求新的底部。另一个是在抑制流动性判断基础上，相信政府会将限制相关产业等抑制实体经济的调控政策，与金融货币政策收紧相对接，从而叠加多层利空效应。市场上困扰因此情绪彻底释放，市场将会在这种对利空政策预期中更加沉寂。

我对当前政策意向的判断和理解是，金融货币政策方面，中央政府在投资规模、2010 年第一季度的 CPI 及限制相关产业方面将作进一步的取舍，其背后又是对今年经济增长目标及其实现程度的深虑。目前来看，经济增长目标得以实现的判断正在成为共识，但在管理通胀预期承诺下，社会及市场与政府的政策制定形成了博弈。另一方面，在中央政府更为明确的经济结构调整的中期目标中，社会和市场可能更多的对 2010 年所进行的经济结构调整给予了夸大的想象和色彩性描绘，将中长期的政策目标效应集中的引致或堆积于 2010 年这一个年份。而在当前利空政策效应积聚时刻，中长期中性效应的政策都将会被利空政策所缠绕，从而进一步放大政策的利空效应。同时也从根本上奠定了多重政策效应是否交叉或叠加的市场基调，政策利空效应逐渐强化，投资者在情绪化渲染中随逝漂流也成了目前市场真实状况的写照。

我认为，这极为渲染政策利空效应预期的市场已经出现了情绪化宣泄的乱象，过度的情绪化也将会使市场对政策预期的反应过度，使得市场失去合理估值、有效盈利手段应用的途径。市场既然有对政策效应的预期，也必将有着预期过度的反预期的可能性存在。而一旦这种反预期形成，市场终将从渲染情绪的泥沼中走出。那时投资者对市场及政策的判断也许就会理智，市场步入正常轨道也就指日可待。现在不是投资者在等待这个市场，而是市场在等待投资者从对政策预期的迷途中归来。