

■ 投资手记 | Handnote |

市场预期决定股市走向

陈加荣

证券市场是经济的“晴雨表”，在一个相对重视“有形的手”掌控经济的市场，证券市场更是经济政策的“晴雨表”。但政策的紧或松并不必然导致股市的下跌或上涨，相当程度上，市场的涨跌还是要看对政策紧、松的“预期差”的变化，也就是说，如果政策实际紧缩的力度低于原来的预期，出现负“预期差”，市场就会反弹上涨，反之下跌。

简单看一下过往历史，2010年第四季度，由于市场预期CPI在四季度回落是个较大概率的事情，而且经济运行未显过热，流动性也未泛滥，因此预期第四季度加息的可能性已经大大降低，上调准备金率的次数也将有限。但事与愿违，央行自2010年10月中下旬开始的加息及短时间内多次上调准备金率的动作远远超出市场预期，高频紧缩政策的出台使得市场认为已进入较严厉的紧缩通道，出现正“预期差”，流动性收紧、资金成本上升成为现实，未来经济下滑的概率正在上升，规避风险成为自然的选择，市场因此很快转而下。

而近期的市场又再次让投资者颇感纠结。春节前，由于对紧缩的持续担心以及个别事件对流动性的影响，市场一路下跌，但在流动性逐步回归正常后，市场随即反弹。近日大大低于预期的CPI数据公布，使得市场开始相信尽管2011年通胀压力仍然较大，2011年的CPI实际值可能低于今年年初的预期，进而政策紧缩的力度可能也会低于预期。但鉴于今年通胀压力仍然不小，也有人认为紧缩措施依然会出台，在这种纠结的心态下，后市会如何演绎呢？市场是不是很难有机会了？如上所言，我们认为，市场的涨跌并不和政策的松紧直接相关，关键还是要看“预期差”，尽管今后紧缩政策仍有可能出台，但力度如果低于前期的市场一致预期，市场继续震荡式反弹则是可能的，直至“预期差”消失。

(作者系农银恒久增利债券基金经理)

农银汇理基金 40068-95599
www.abc-ca.com

让价值回报成为一种习惯

兴业全球基金王晓明：把握政策时间窗口

兴业全球基金投资总监王晓明日前表示，2010年市场演绎的基础是基于整个流动性基础上的市场博弈，2011年的流动性比去年更加紧张，货币政策也出现了加速的收紧趋势，加上企业的盈利增速比去年降低了，且整个市场融资的供应都在增加，几个方面的负面因素叠加，2011年可能还要强调流动性的市场博弈。

王晓明指出，2011年要把握政策的时间窗口，如果出现了政策的阶段性放松，市场可能出现比较大的反弹契机。所以，在此之前还是要做好防护措施，因为波动是今年主要的特征，而目前非周期性股票已经包含了足够多的预期，投资者可以用周期性股票做防御，或者作为进攻的手段，收益回报可期。(张哲)

鹏华基金：2月CPI或继续回落

日前公布的1月CPI数据大幅低于预期。对此，鹏华基金债券宏观研究员刘建岩表示，虽然统计局自2011年开始调整CPI大类权重，但从公布数据看，这并不是造成1月CPI低企的主因。首先权重调整幅度并没有预计的大，其中居住类调整最大，但只上升4.22个百分点，其他七大类均有所下调。最受市场关注的食品权重仅下调2.2个百分点，这样的幅度对CPI同比影响非常有限。

对2月CPI的预测，刘建岩认为，2月CPI的翘尾因素大幅下降1.2个百分点，从1月的3.9%下降至2.7%左右。也就是说，即使2月CPI环比涨幅保持今年1月的水平，2月CPI同比也仍可能小幅回落。(朱景锋)

诺安基金：A股反弹将受阻

上周五，央行宣布，自2月24日起上调存款准备金率0.5个百分点，这是继1月14日之后，央行年内第二次上调存款准备金率，也是自去年以来，第八次上调存款准备金率。

诺安基金研究总监梅律吾表示，央行上调存款准备金率在预期之内，因为国内通胀压力犹存。2月9日央行宣布加息0.25%和此次央行上调存款准备金，都是使用数量工具来回收流动性，短期内会对A股市场形成冲击，年前开始的反弹行情将面临阻力，尤其是涨幅较大的板块和个股将面临回调风险。(余子君)

新兴产业 勇敢者的游戏

饶晞浩

我非常佩服这两年在小市值股票里搏杀的投资者，这里所说的小市值股票是指那些所谓高成长、高估值，头顶时髦的诸如新能源汽车、节能环保、新兴信息技术、生物医药等“新兴产业”光环的股票，他们勇敢地在这比正常股票贵上一倍的品种中苦苦钻研，翘首期盼这些公司超越已经高不可攀的市场普遍预期。

时间回到21世纪初，今天的

情景恰似10年前的翻版。当时市场狂热追逐的上海梅林、综艺股份、广电信息、东方明珠、厦门信达、信联股份(已退市)、紫光股份、亿阳信通等网络科技股，现在已被打入冷宫。不可否认，正如10年前投资者所憧憬的那样，互联网已经深刻地改变了我们生活的每一个方面，但遗憾的是，他们仅猜对了开头却没有猜对结尾，腾讯、阿里巴巴、淘宝、百度、携程这些今天的成功者当时还名不见经传甚至尚未出生。新能源、新信息

技术……新则新矣，但是不稳定的商业模式、不可预测的竞争对手，甚至连目标客户群也飘忽不定，在变幻莫测中判断伟大的公司，就好比在一大群婴儿中挑出未来的比尔·盖茨一样不可思议。

当然，这种泛泛而谈的道理并不能妨碍“勇敢”的投资者把自己的血汗钱投到新兴产业公司中去。以小市值“新兴产业公司”云集的创业板为例，截至2011年2月1日已有173家创业板公司上市，募集资金总额达1253亿元，而在此之

前，他们的净资产只有约400亿元，这些公司3/4以上的财富来自IPO。1253亿元，约是这173家公司2010年预测净利润132亿元的10倍！是这些公司2010年预期营业收入的近2倍！

更可歌可泣的是，勇敢者掏钱使得创业板的净资产膨胀了4倍，自己却只分享到这些公司2010年132亿元净利润的1/5强(约28亿元)，这些可怜的收益还不到他们投资本金的1/44。我真的很怀疑在这些勇敢的投资者们的有生之年，这些

公司能否替他们赚回本金。不过他们还不是最勇敢的，更勇敢的一群来自二级市场，173家公司目前的市值比发行价平均上涨了31.57%。

平心而论，中小板给投资者提供了一些优秀企业如苏宁电器、华兰生物，聪明的投资者“百里挑一”，获得了丰厚的回报。相信今后的创业板还会产出优秀的公司。只不过，和所有成功的投资一样，我们需要的是聪明的投资者而非“勇敢的”投资者。(作者系汇添富基金专户投资经理)

■ 圆桌 | Round Table |

汽车股走势还看大盘脸色

证券时报记者 余子君

今年元旦以来，汽车板块开始启动，春节过后，反弹强势依旧。截至上周五汽车板块2月以来涨幅达8.21%，而同期上证指数涨幅不到4%。导致汽车板块大幅反弹的原因是什么，这波反弹行情还能持续多久？为此，本期圆桌邀请了诺安上证新兴产业ETF及联接基金拟任基金经理宋德舜、民生加银精选股票基金经理傅晓轩以及广发证券汽车行业分析师汤俊探讨相关问题。

证券时报记者：汽车板块近期大幅反弹，您认为原因是什么，预计反弹可以持续多久？

宋德舜：汽车行业2011年PE为13倍左右，估值相对便宜，而且基本面也没有太多问题。此轮反弹更多体现的是市场情绪的乐观，虽然当前货币政策不断趋紧，但是在货币量基数非常大的情况下，除非直接从货币数量上着手，否则，是很难改变流动性充裕这一现实的。

傅晓轩：本轮汽车板块反弹的主要原因有两个方面，一是，前期优惠政策退出、北京限购等负面因素对市场心理的影响逐步消除；二是，汽车板块经过前期20%以上的跌幅之后，龙头公司2011年的PE已经低至10倍，板块估值水平已经进入历史低位。整体来看，汽车股较好的表现主要源于股市层面的原因，并不是来自于基本面的推动。其反弹持续时间也取决于大盘向上趋势能否持续。在市场乐观情况下，预计3月份之前行业各种因素以偏正面为主，汽车板块仍能够获得一定的相对收益。但3月之后，行业景气度趋势将能逐步明晰，板块运行的驱动因素将发生变化，到时需要重新作出判断。

汤俊：春节后汽车板块大幅反弹，主要是由1月份行业的销售情况良好，市场信心恢复，而行业的估值水平处于历史地位，因此支撑行业步入估值修复的通道。



资料图

证券时报记者：在刺激汽车消费的三大政策到期的时候，北京推出摇号购车政策，市场传言部分一线城市也将效仿北京“限购”政策，是否意味着汽车行业面临的优惠政策已经转向？这种转向对汽车行业影响有多大？

宋德舜：限制购买就是限制需求，意味着优惠政策转向。摇号给买车增加了固定成本，直接导致国产小排量轿车需求下降，进口和国产中高档豪华车需求增加，短期来看存在一定负面影响，中长期来看影响是偏正面的。

傅晓轩：汽车行业由刺激优惠转向自然发展是一种必然，中国仍处于汽车快速普及阶段，未来5年仍将保持15%以上的复合增速，行业长期前景广阔。而政策的刺激和退出只是在购车时间和消费结构上对行业进行一定程度的引导和调配，其效果集中在中短期，并不影响长期前景。

证券时报记者：目前国家对新能源产业扶持力度较大，您如何看待新能源汽车的投资机会？

宋德舜：新能源汽车的最大不

足是成本太高、行驶距离短和不方便。虽然国家的政策扶持力度较大，但是最终还是要取决于消费者需求，基础设施很难在短期内建和加油站一样方便，且除非石油价格大幅度上升，否则新能源汽车仍然只能停留在概念阶段，很难有实质性突破，但是这并不意味着没有投资机会。

傅晓轩：新能源汽车毫无疑问是未来的趋势，但是也需要认识到其产业化是一个漫长的过程，绝不可能在1~2年内就快速铺开。对整车厂来说，新能源汽车是一个新的车型或者品种，对行业格局的影响有限。上游的电机、电池等部件及原材料面临较好的长期发展机遇，而短期内，由于市场规模小、产业化程度低，从严格意义上讲，新能源汽车上游产业链并不存在。多数所谓的新能源汽车的投资机会来自于单纯预期或者概念。目前来看，由于政府补贴和技术相对成熟的原因，新能源客车发展较快，其产业链上游中可能率先出现真实受益的公司，蕴含着较好投资机会。

汤俊：新能源汽车是未来行业发展的方向，因此新能源汽车相关的品种仍然会是投资的热点。

证券时报记者：您认为未来汽车板块的投资机会主要集中在哪种类型的公司？

宋德舜：未来市场震荡向上的概率较大，对汽车板块的投资应把握两点原则，一是强者恒强，一旦市场触底反弹，强势股机会更多；二是坚持交易性机会的观点，选择估值便宜的股票，尽可能降低风险。

傅晓轩：在汽车行业仍将保持快速增长的背景下，我们认为汽车板块的投资机会主要有两个方面。首先，作为周期性行业，汽车行业在长期上升的通道中，其景气度呈现明显波动，从而带来龙头公司周期性的收益，存在显著的波段机会。其次，在汽车产业链中，存在着一些竞争优势突出、市场空间具有拓展性的优质零部件和整车公司，这类公司在长期中增速将远远超越汽车行业的整体增速，具备优异的成长性，是汽车板块中最具投资价值的公司。

汤俊：我们认为未来汽车板块的投资机会主要集中在那些在产品与技术上有竞争优势，能推动市场份额稳步提升的企业，包括上海汽车、华域汽车、江铃汽车、大洋电机等。

■ 华安投资观察 | Hua'an Fund Navigation |

长期积累 做先知先觉的投资者



陆从珍

坐过火车的人应该都有这样的体验：当从车窗看到对面火车开动的那一瞬间，你可能以为是自己乘坐的火车开动了。不过在你转过头，看到另一侧窗口的站台并没有动的时候，你知道刚才才是错觉。等到下一次出现这样情景的时候，你

能够马上意识到也许是他们在动，而不是自己的火车在走。这样的经验多了以后，在你对面停着一辆车的时候，就会知道，当对面车开的时候，也许会出现错觉。上述体验可以分别称为：不知不觉、后知后觉、当知当觉和先知先觉。在股票市场上，投资者的行为特征也非常符合以上的描述。

先知先觉投资者往往是股市里的赢家，他们会在股票价格处于价值低估时买入，在股票价格处于价值高估的顶部区域卖出，成功进行一个投资的轮回。

后知后觉和当知当觉投资者的操作方式基本一致，就是在当股票市场出现赚钱效应时，开始入场。一般情况下此时股价指数已经从底部走出，进入到相对合理的估值区域。这类投资者需要在股票价格指

数在相对合理的区间内不断操作，可以获利不菲，当然也可能因为操作不当而造成一定的损失。

而不知不觉投资者往往要承担投资损失。这类投资者通常在股票价格出现疯狂上涨时入市，这其中也包含部分后知后觉、当知当觉投资者在牛市中进程中卖出股票后，看到股市又出现疯狂的时候再次坚定买入。这些投资者当然希望能够赚到先知先觉者同样的利润空间，然而正是在这种贪心的作用下，错过不多的卖出机会，进入漫长的等待。

虽然先知先觉的投资行为模式是所有市场参与者追求的，但考虑到影响股票价格的风险因素是涵盖所有经济活动的无穷多变量，要建立精确模型是不可能完成的任务，要预测市场的底部和顶部同样是世界难题。我们能做的是尽量让自己的行为模式脱离

不知不觉，向先知先觉靠拢。

其实从坐火车的例子也可以知道，第一次乘火车发生不知不觉情况是很正常的，随着乘坐次数的增多，我们会自然而然地从不知不觉逐步转化最后过渡到先知先觉。对比在股票市场中进行投资，刚刚入场难免有所损失，但只要我们能时刻反省自己的投资模式，积累经验、总结教训，尽快从不知不觉的阶段向先知先觉的阶段转变。长期投资和定投也可以使自己的投资模式有所提升。

(作者系华安宝利配置混合基金基金经理)

智诚相伴 INSIGHTFUL PARTNER

华安基金 HuaAn Funds

40068-95599

www.huaan.com.cn

■ 观点集锦 | Points |

估值和流动性 决定市场震荡幅度

上周国家统计局公布了新一期CPI数据，这是调整CPI权重后第一次公布数据，引起了市场的广泛关注。多数基金表示低于预期，但依然对长期的通胀形势表示出了担忧，对后市仍较谨慎。

汇丰晋信基金认为，即使经过调整后的CPI仍然高企，2011年通胀压力明显加大的事实不变。控物价仍然是2011年宏观调控的首要任务。A股市场方面，由于估值仍然偏低，市场情绪转暖，但受短期通胀压力较大影响，宏观紧缩预期仍然强烈，市场将继续呈现震荡格局。

华安基金认为，CPI数据低于预期是好事，但仍然不能缓解通胀预期。目前在国际经济恢复、大宗商品保持强势、北方旱灾、货币信贷仍然较高增长的背景下，CPI下降带来的通胀预期减弱相当有限，因此对于货币政策的影响也很微弱。在实质通胀预期没有降低的情况下，3月份仍存在再度加息的可能。

东吴基金认为，无论是流动性、通胀还是国内外经济增长最慢的时候已经过去，未来几个月流动性将从紧张局面向常态回归，通胀将从短期的高点逐步回落，经济增速回稳。因此，看好二月份市场的表现，指数有望继续上行，走出趋势性市场行情。

银河基金认为，今年2-3月份CPI可能继续创新高，高通胀会引发央行持续出台紧缩政策，也会连发。但另一方面，在“十二五”开局之年，国内投资有望维持高位，新兴产业兴起渐现端倪，市场结构上权重股估值低、安全边际较大。大类资产比较下，资金偏向于选择资本市场，因而对2011年后期的市场整体保持谨慎乐观。在紧缩预期下，2011年上半年市场将保持震荡的格局。

博时基金认为，低估值成为当下市场最热的选择标准。大盘股较低的估值使得指数向下调整的空间不大，整个市场会在加息周期中震荡筑底。从行业来看，低估值的机械、农业、消费、通信、汽车、家电等个股有望持续活跃。此外，高端制造业行情有望贯穿全年，高铁设备、环保设备、农机设备都具有一定机会。

农银汇理基金认为，对于想长期投资股票市场的投资者而言，是较好的入场机会。长期投资角度来看，以大消费类为主的中小盘板块投资机会比周期类更多。

富国基金认为，目前市场已经步入政策观察期。未来可投资被低估的成长性周期行业，经过前期调整后估值趋于合理的受益经济转型的大消费类和新兴产业。

景顺长城基金认为，在经济转型的大背景之下，传统行业由于成长空间有限，估值将长期受到压制，而新兴产业和大消费行业未来将成为市场新的中坚力量。结构调整、节能减排和技术创新成为中国经济的突出主题，与国家战略性新兴产业紧密相关的众多行业将迎来高速发展的良机，在这一过程中必将涌现出一大批业绩优良的中小市值公司。而随着小市值股票的深度调整，年报和一季报业绩与增长确定的品种也将出现较好的投资机会。(吴先)