

## 博弈短期趋势 不如长期价值投资

殷鸣

今年以来，A股市场整体处于慢熊格局。其深层次原因是中国经济增长面临结构问题的挑战。随着通胀回落以及房价下降，宏观调控效果开始实质性体现。经济一方面处于调整过程中，但一方面也将在未来显现韧性。

从投资方面看，目前国内区域经济发展不平衡，城镇化程度仍较低，沿海和内陆间的产业转移，以及城镇化的进程加快都给后续投资提供了足够空间，投资增长应能保持适度增速。

以制造业为例，对“中国制造”能否成功升级一直存在较多争论，悲观的投资者看淡其转型前景。国内制造业目前确实在品牌、核心技术、销售服务等方面与国际厂商存在较大差距。但纵观全球主要经济体，短期很难找到替代中国制造的区域。这是一种集群优势，单一企业可能存在种种不足，但先进制造的组织前提，来自庞大而复杂的分工体系。随着国内市场的启动和配套体系的完善，这些领域的投资增速仍保持较高水平。因此对制造业的转型前景没必要悲观，同时对制造业的新产能投资也谨慎乐观。

与此同时，拉动经济增长的消费也渐趋回升。首先，国内制度红利的释放仍有空间，尤其在民生政策以及中小企业的财税政策等方面，扩大社会保障的覆盖和降低中小企业税负都将进一步扩大就业和刺激内需。同时，高通胀的消退也有助于消费需求的回升。由于居民可支配收入依旧保持较快增长，通胀的消退将促进耐用用品以及可选消费品需求的恢复。其中低端人群的收入快速增长导致的消费升级值得重点关注。

尽管经济仍在调整过程中，但短期市场由于流动性的缓解，估值开始进入修复过程，市场仍较为活跃。中期来看，本轮市场筑底过程或与2008年不同，底部形成过程可能比较复杂且平缓，市场维持震荡的时间可能较长，指数的弹性也会较小，博弈短期政策获取收益的意义不大，投资时点的把握需要耐心。从中长期角度，这个阶段忽视短期趋势，多些价值投资可能更重要。

(作者系华安策略优选基金经理)

智诚相伴  
INSIGHTFUL PARTNER  
华安基金  
HuaAn Funds  
客服热线: 40088 50099  
公司网站: www.huayan.com.cn  
手机基金网址: wap.huayan.com.cn

## 把握投资方向 坚持长线持有策略

宋永安

在国内外经济的繁杂演变下，伴随中国未来的经济发展，投资机会逐渐显现。抓住关键的投资方向，寻找值得投资的股票，长期持有是比较好的策略。

欧债危机起源已久，如今的清算理所当然，欧洲必须靠自己解决问题。美国经济方面，数据显示，美国10月采购经理人指数(PMI)分项指标中新订单上行，库存指数下降；美国经济周期研究所(ECRI)周度先行指标和周度失业人数申报数据均有好转趋势，美国货币供应量的剪刀差显示美国经济可能加速上行；美元回流迹象明显，在流动性叠加消费者信心恢复下，美国经济再次加速信号已现端倪。

出于民生和经济转型的考虑，我国主动采取了宏观经济调控政策。目前通胀趋势已拐头向下，初步得以控制。当下政府的目标是调控和保增长。在调控达到预期后，货币政策的放松和财政政策的出台是可预期的。

在此预期下，中国上市公司的盈利提升可以期待，投资机会必然应运而生。今年以来股市整体下跌，2000多只股票中只有20%的股票实现正收益。从年初的蓝筹价值回归，到之后的食品饮料等消费股的上涨，都显示了积极把握投资机会和发现股票内在价值的重要性。

未来中国经济将实现转型，包括生产要素和增长模式，未来几年内都将出现明显的转变。在投资方面，通过适度的积极财政政策，保障房、国防、水利等领域的投资都会加大，国防和公共安全的支出比例也会增加。此外，服务业也将是内需发展的一个方向。

(作者系农银沪深300指数基金基金经理助理)

农银汇理基金  
ABC FUND MANAGEMENT  
40068-95599  
www.abc-ca.com  
价值回报 成为一种习惯

# 2012 震荡仍是A股市场主旋律

过去两年A股下跌30%，但A股市场融资额却是世界第一。中国股市重融资、轻回报，只有融资、没有退市。发行制度表面看是市场化的机构询价，实质上一、二级市场严重不对等，有市场化之形，却无市场化之实，导致发行价畸高。长此以往，就像一个游戏，如果总是某个固定团体获益，其他人只能选择离场，游戏也就结束了。

杨俊

世界经济危机此起彼伏，美国次贷危机余波未平，欧债危机又来势汹汹。外围经济的不稳定也伴随着政治动荡，希腊、意大利总理相继去职，中东和北非甚至爆发革命。保持稳定高速增长的中国一枝独秀，然而经济的持续增长并未给中国股市带来持续增长，2010年A股市场成为全球表现最差的市场之一，今年A股表现仍不如人意。展望2012年，A股市场震荡仍是主旋律，大牛市两三年内未必可见。

## A股市场信心缺乏

引发市场近两年持续下跌的重要原因之一是市场缺乏信心。股市是经济的晴雨表，反映未来的经济状况，而投资者对未来的经济发展并没有形成一致预期。过去30年，中国经济成就辉煌，2010年中国已成为世界第二大经济体。但依靠投资、出口拉动的中国经济发展面临资源的约束，低成本的优势已不再明显，不得不通过产业升级和拉动内需来促进中国经济转型。反映到A股市场上，投资者最困惑的问题是房地产调控

后，哪个产业能够引领经济的增长？虽然中国的钢铁、水泥、家电、汽车等行业的产量都是世界第一，并依然有增长空间，但它们可否作为中国走向现代化的主引擎？国家提出要大力发展的战略性新兴产业，目前都面临不同的问题，要看到清晰的前景仍有待时日。在这样的困惑和疑虑中，股市上传统投资品、可选消费、金融地产估值越来越低，而新兴产业在获得较高溢价后也缺乏持续上升的动力。

## 一二级市场严重失衡

2011年经济关键词之一是控通胀，央行连续提高存款准备金率、加息和严格的信贷投放，这些紧缩流动性措施逐渐发挥作用。而流动性的匮乏对股市有巨大的压制作用，最直观的表现就是市盈率持续下降、成交量萎缩。

供需不平衡是市场连续下跌的另一个主要原因。从指数来看，上证综指较2007年高点以来迄今跌幅已超过60%，但A股流通市值从9万亿元上升到20万亿元，扩容超过一倍，相较2008年低点，

流通市值更是增长4倍。过去两年中A股下跌30%，但A股市场融资额却是世界第一。当前市场重融资、轻回报，只有融资、没有退市。发行制度表面看是市场化的机构询价，实质上一、二级市场严重不对等，有市场化之形，却无市场化之实，导致发行价畸高。长此以往，就像一个游戏，如果总是某个固定团体获益，其他人只能选择离场，游戏也就结束了。

## 保增长将成政策重心

2012年，通胀将不再是中国经济面临的主要问题，经济增速下行成为市场的普遍预期，而且可能比一致预期更差。从外围经济来看，欧洲问题就好像过惯了奢侈生活的贵族，要想重振雄风绝非一朝一夕。中国明年的经济不会很差，但也不会很好。

在这种经济背景下，保增长可能会逐步成为政策的重心。货币政策放松、财政政策加大力度都可以预见，这有助于改善投资者的预期，有助于稳定甚至提升市场的估值中枢。明年的市场将胶着于盈利与估值的矛盾，震荡仍是主旋律，但可能比过去两年的持续向下略好。大牛市更需要中国经济宏观、微观的基础条件作为支撑点，2009年初由资金推动的阶段性情尚不能称之为牛市起点。在经济转型的大背景下，只有在经济进步、产业升级初现端倪时，在更多新兴产业蓬勃发展时，万众期待的牛市才会到来，而这一历史性的转折在未来短短的两三年中都未必可见。

(作者系鹏华基金机构投资部总经理)

# 消费旺季临门 白酒岁末飘香



图为 Wind 白酒行业指数 (申万)

证券时报记者 朱景锋

临近年底，以白酒为代表的消费股进入消费旺季，上周在股市持续阴跌的情况下，白酒股一枝独秀，受到资金追捧，申万白酒板块一周涨幅高达5.7%，涨幅位居各板块之首，成为弱市中少有的亮点。岁末年初消费旺季白酒股能否持续上攻？在今年走势全面领先之后，未来白酒股投资如何看待？证券时报记者就此专访了鹏华消费优选基金经理王宗合和信达澳银精华灵活配置基金经理李坤元。

## 白酒板块中长期看好

证券时报记者：上周白酒板块表现不俗，短线是否还有机会？有市场人士认为白酒或迎“黄金五年”，从中长期来看，白酒板块的走势如何？

王宗合：对白酒板块的投资是从中长期角度出发的，短期股价涨跌受噪音干扰较多，无法判断。在消费升级大趋势背景下，高档白酒处于量价齐升阶段，行业景气度持续处于高位，具有品牌优势的高档白酒企业明显受益。

而处于次高端的白酒企业，由于价格空间被拉开，运作空间变大。另一方面，具有历史积淀的地方名酒企业，在市场运作、产品推广等

方面的管理水平近年得到很大的提升，有利于这些企业业绩的超预期增长。目前来看，上述几方面发展动力仍然持续，甚至在某些企业中加速。因此比较看好白酒板块表现。

李坤元：虽然今年以来白酒板块超额收益明显，上周再次发力，独领风骚，但由于该板块未来业绩增长确定性较高，估值合理，短期仍有继续上攻空间，中长期继续看好白酒板块。

## 个性化分析决定投资

证券时报记者：短期支持白酒板块上攻的原因有哪些？您更看重哪些方面的指标？

李坤元：短期上涨的原因，首先，市场认为明年多数行业受经济下滑较明显，而白酒相对不明显，白酒盈利的确定性可以支撑其估值。其次，茅台等白酒尚未提价。一线白酒看价格走势，二三线白酒看营销和渠道。

王宗合：短期白酒板块走势受噪音影响大，我们不去评判。从中长期角度看，我们不认同所谓的传统年行情。

证券时报记者：在白酒板块中，一线白酒和二线白酒的增长模式有所不同，您更偏好哪种类型的白酒企业？

王宗合：我们在研究过程中并不是以一线和二线来划分白酒行业，根据中国白酒的特点，更好的分类方式是高端白酒、次高端白酒、中端白酒、低端白酒这种划分方法。

从投资的角度没有特别偏好某种类型，每种类型的企业所处的行业环境不同，企业经营周期不同，企业管理者能力不同，治理结构不同，更多的是个性化分析决定投资。

李坤元：一线白酒主要靠品牌，二线白酒靠营销和渠道。很难笼统说到底是一线白酒还是二线白酒好，个股之间存在较大差异，应具体分析。

## 白酒行业估值依然便宜

证券时报记者：怎么看白酒板块的估值水平？白酒股的估值是否已经过高，透支了未来进一步提价的空间？

王宗合：今年，市场的估值水平整体上还是下降的，同样，白酒板块的估值水平也是下降的，今年以来龙头企业的业绩增长在40%以上，而这些股票的涨幅都远小于业绩增长幅度，因此估值水平处于低位。估值水平和白酒产品提价空间之间没有关系。

李坤元：白酒板块估值依然很便宜，尤其看2012年市盈率时，白酒

投资笔记 | Handnote |

## 寻找投资新主题

吴照银

从相对较长的周期看，中国改革开放三十多年来已经经历了三个完整的周期，每个周期十年，非常有规律。两个周期之间的三四年时间处于过渡阶段，分别是1989年-1991年，1999年-2002年，现在的过渡阶段从2010年开始，预计2012年仍难以进入新周期。

在每个经济周期的过渡阶段既有上一周期经济模式的消退与坚持，又有新周期经济模式的萌动与试错。所以从这个角度讲，在新周期的主导产业尚未明朗之前，2012年的经济增速不可能很快。

2012年也是中国政府换届年，在新老交替的过渡阶段，一般不会进行大规模的投资活动。最近几次换届分别在1992年、1997年、2002年，1997年和2002年中国经济的增速都相对较低，中国的政治经济周期决定了2012年经济增长相对较为平淡。

2012年中国经济存在一个较大的变数是中国的外汇占款。现在看来，国外政府逼迫人民币升值和海外市场做空人民币同时进行，国外政府更多地带有某些价值取向，而市场做空人民币则可能反映了人民币的真正价值变化。在这种情况下，不排除人民币升值戛然而止并转向贬值，这将导致热钱纷纷撤离中国，外汇占

款由正转负，中国的资产价格将出现较大跌幅。即使这时候准备金率迅速下调，也改变不了国内流动性紧缩的局面。

经济下行、企业利润下降将导致股市继续向下，但是由于通胀回落较快，实体经济对货币的吸收将大大减少，同时由于经济下行也会使得货币政策相对宽松一些，这导致明年的资本市场流动性缓解，这从估值方面提振股市。因此从大的投资策略上讲，2012年的股市是一个低位震荡平衡市。

在平淡的市场，更好的投资策略是寻找一些投资主题。上一个十年经济周期的主导产业重化工以及房地产不可能成为下一个周期的主导产业，因此所谓的周期性行业投资机会不再具备，而中国股市的70%以上市值都是周期性行业，这些行业的机会较小也决定了中国股市暂时的上行空间不大。但是传统的周期性行业需要深化并寻求向上拓展空间，这就形成了2012年一个重要的投资主题，即周期性行业的延伸，包括煤炭安全、金属深加工、精细化工、农业科技、电力设备等。考虑到消费将继续平稳增长并有可能成为未来新周期的重要主导力量，则另一个投资主题将是消费，包括食品饮料、医药、文化娱乐消费等。

(作者系国联安基金宏观策略研究员)

## 信诚基金黄小坚：货币政策明年或迎拐点

信诚基金副总经理、首席投资官黄小坚在11月26日于北京举行的“信诚基金年度金融高峰论坛”表示，明年市场将会比今年好。虽然外围经济环境难以好转，但国内由于政策的主动调控，在经济增速下行的同时，通胀警报也将逐渐解除。

黄小坚表示，目前市场已经基本处于底部区域，随着经济增速的下降，行业估值将有所抬升，市场向上空间不会太大。而且年底将至，流动性将现短暂偏紧。资金面还是难以发动全面的系统性情行，综合而言，近期市场仍将维持震荡走势。

黄小坚认为，明年市场行情将取决于货币政策放松的幅度。他认为，明年货币政策的走势会是前抑后扬的过程。明年一季度货币政策将主要以适度宽松为主，放松幅度有限，二季度，货币政策放松的幅度可能加大，此时流动性或渐宽裕，市场行情或好转。

对2012年的行业机会，黄小坚认为将更多来自两大板块—内需关联行业以及新经济为代表的产业升级。这些行业都是国家政策支持的，很多细分行业刚开始发展，或未来空间巨大。具体到个股，黄小坚认为，看发展空间，中小盘股更有活力，是由中国经济所处的阶段决定的。(张哲)

## 国泰基金：信用债投资价值明显

即将于12月5日发售的国泰信用互利分级债拟任基金经理吴晨认为，伴随着债市的持续回暖，在宏观经济数据和企业微观盈利都处于下行趋势的背景下，债券市场正迎来较好的投资机会，而历经充分调整后，信用债价格快速反弹，整体投资价值明显，可作为投资者未来一段时间内良好的配置产品。

一般而言，债券产品分为利率债、信用债、可转债三大类。在债券牛市开端，利率债产品首先启动，其次是信用债，最终是可转债。这也是自10月初债市行情启动后，国泰基金选择在12月发行以信用债为主要投资标的的国泰信用互利分级原因之所在。(张哲)

## 鹏华消费优选基金经理

王宗合：对白酒板块的投资是从中长期角度出发的。在消费升级大趋势背景下，高档白酒处于量价齐升阶段，行业景气度持续处于高位，具有品牌优势的高档白酒企业明显受益。

## 证券时报记者：白酒股投资中应注意哪些风险存在？

王宗合：一是注意行业景气度的变化；二是对于高端白酒，要注意品牌在消费者心目中的地位变化；三是次高端以下白酒要注意企业的能力和动力，同时要关注企业的经营周期，主力产品的产品周期。

李坤元：白酒板块有季节性特征，需要把握投资节奏。相比如一线二线白酒而言，目前三线白酒的估值偏高，风险相对较大。

## 持有白酒股 占净值9%以上基金一览表

基金简称	持有股票	持有市值(亿元)	占基金净值比例(%)
融通领先	贵州茅台	3.14	10.13
工银红利	贵州茅台	2.95	9.86
长城回报	贵州茅台	7.01	9.78
工银平衡	山西汾酒	5.76	9.75
大成稳健	贵州茅台	11.01	9.74
广发聚丰	贵州茅台	20.34	9.74
长城消费	贵州茅台	3.89	9.67
长城景气	贵州茅台	0.25	9.65
华宝增长	山西汾酒	4.65	9.59
工银红利	泸州老窖	2.84	9.5
博时产业	贵州茅台	6.19	9.46
中银中国	贵州茅台	2.15	9.21
东吴动力	古井贡酒	2.20	9.09
金元主题	贵州茅台	0.10	9.04

杨磊/制表