

# 四季度市场有望先抑后扬

□长城证券策略小组

经济小周期回落接近尾声，随着外围经济企稳、国内产业链转移与中西部地区基建投资的推动，明年1季度开始有望进入新一轮的经济小周期上升阶段，流动性与经济数据将逐步呈现对市场的正面刺激效应。4季度A股市场有望呈现先抑后扬格局，股指的阶段性调整应当理解为新一轮结构化布局的机会。

## 宏观经济有近忧无远虑

8月份PMI指标从上个月51.2的水平小幅回升到了51.7，工业增加值指标超预期不降反升，从上个月13.4%的水平回升到了13.9%，当月发电量同比增速相应地回升至12.6%，根据我们对季调数据的测算，尽管近期出现了节能减排拉闸限电的问题，但7、8两个月的发电量还是扭转了前期停滞的趋势，分别出现了1.2%和2.2%的环比回升，这也从另一个侧面印证了上半

年紧缩政策第一波冲击过后，目前经济景气度局部回暖的格局。值得关注的是剔除季节因素影响之后的房屋销售面积，也在8月份出现了4.7%的环比回升，在09年天量流动性释放的基础上，前期的房地产紧缩政策效果如何，将成为后续地产政策出台的依据，我们预计短时间内房地产调控政策很难放松。

由于受到外需和国内政策的影响，中国存在大概以三年为时间单位的经济小周期，我们在年度报告中提出过2010年处于下行周期的观点，从本轮下行周期的时空特征来看，年初货币(M1)周期率先见顶，2月份工业增加值为代表的经济周期也到达高峰，5月份PPI见顶，预计10月份CPI见顶。在经济小周期的低谷位置，往往同时伴随着资产价格的熊市底部，目前货币、经济下行周期已经接近尾声，拐点应该出现在年末明年初，通胀PPI周期已处于下跌中继，CPI周期正在筑顶，无论从同比还是

环比来看，货币往下的趋势仍然较为明显，四季度仍然面临经济周期探底徘徊的格局，但是从明年1季度开始，有望进入新一轮的经济上升小周期。

## 先抑后扬 坚持结构化布局

短期来看，A股市场的确累积了一些阶段性的风险需要释放：经济小周期尾声阶段面临经济数据下滑的冲击；未来2-3个月CPI高位运行背景下政策宽松难以很快兑现；相反房价继续上涨情景下面临房地产二次调控的可能；中小盘股估值过高与解禁高峰的冲击，等等。四季度初期尤其是10-11月份仍然面临调整的压力。

但是从经济与流动性基本面的大背景来看，应当看到始于2009年底的本轮经济小周期回落从时间跨度上已经接近尾声；随着外围经济企稳、国内产业链转移与中西部地区基建投资的推动，明年1季度开始有望进入

新一轮的经济小周期上升阶段，流动性与经济数据将逐步呈现对市场的正面刺激效应。我们判断4季度A股市场有望呈现先抑后扬的格局，市场的短期调整应理解为新一轮结构化布局的机会。

基于对经济回落周期消费类行业的防御性特征和经济结构转型背景下新兴产业的广阔发展空间，我们在今年的2季度策略和半年度策略中都强调了对消费类行业和新兴产业的配置。目前来看，随着中国经济结构转型政策的渐趋明朗，消费升级、中西部城市化进程和新兴产业成长仍然代表了“十二五”期间中国经济基本面的主要趋势，我们4季度的行业配置仍然以消费+新兴产业为主要方向。

但是，从过去半年大类行业的市场表现来看，以医药、商业、旅游、食品饮料为代表的消费类行业，以及以电力设备与能源、信息技术为代表的新兴产业，

确已经表现了非常显著的超额收益率，尤其7月初以来的中小盘股行情中，上述行业累计涨幅普遍较高，估值压力成为必须考虑的问题。

从行业估值横向比较看，主要消费类行业与新兴产业行业中，汽车、家电相对估值较低，商业、食品饮料、电力设备与新能源行业适中，而旅游、传媒、医药与信息技术行业估值压力相对较大。

从估值纵向比较看，主要消费类行业与新兴产业行业中，汽车、家电相对历史低点的估值溢价相对较低，医药、商业、食品饮料、电力设备行业适中，旅游、传媒、信息技术估值溢价较高。

在估值压力与行业成长性的均衡选择中，我们认为应当首选成长，从上述消费与新兴产业行业中甄选成长确切、估值相对较低的个股；另一方面从低估值的周期类行业中主要选择符合区域经济发展趋势的中西部地区的机械、建材行业个股。



## 国庆节前期指或波动不大

□海通股指期货联合研究中心

姚欣昊 王娟

宜进行跨期套利。

节前期现交投清淡，如我们所预期，十月合约连续第三个交易日收十字星，避险情绪致多头缺失上攻信心，单周下跌0.53%，沪深300现指成交量大幅萎缩，股指在下方60日均线处暂获支撑。

中秋长假前的最后两个交易日期现两市低位窄幅震荡，多空双方观望情绪占主流，出现一定的期现套利机会。周一中午收盘前，大盘探底急拉，期间期指各合约涨速快于沪深300指数，基差明显扩大，主力合约IF1010出现接近6%的期现套利年化收益。周二期指基差较周一的水平有所扩大，不过仍在无套利区间附近徘徊，期现套利年化收益峰值没有超过2%。次月合约IF1011与两个远月合约IF1012、IF1013的套利年化收益周中大部分时间在1%左右浮动，IF1012的流动性以及套利年化收益均显著优于IF1013。180ETF成交量明显缩量，周二成交量创近期最低水平，显示套利者入场开仓意愿不强。从期指基差走势来看，多方不认为大盘短线有大幅杀跌的风险，仍营造出稳定升水的状态，预计本期期现套利机会仍会频繁出现，尤其应关注超跌反弹刚启动的时间点。

上周两日期指各合约间价差表现平稳，出现一些跨期套利机会。IF1011上市后与IF1010的价差始终处于10点以内，跨期套利者可以入场进行卖IF1010买IF1011的开仓，待日后该价差回到15点以上时平仓获利出场。最远月合约IF1013与IF1010的价差则在60个点以上窄幅波动，暂不

上周最后一个交易日，建议投资者关注股指期货与商品期货的联动性，比如上周二，有色金属期货价下行的同时持仓量出现明显下滑，说明多头率先离场，这种情绪将传导到期指市场，投资者则可以尝试逢高短空。另外，提请投资者注意的是，10月合约的真正交易时间仅有32个交易日，存续时间远远小于其他合约。国庆节后第6个交易日，10月合约即将到期交割，从以往的经验来看，主力有望在交割日前3天完成移仓换月，届时其流动性或将降低，投资者可以在本周将部分仓位移至11月合约。对于套利投资者而言，可以将仓位提前移至12月合约。对于套利者而言，关注其价格短暂地偏离合理值的机会。

## 市场将延续箱体震荡格局

□西部证券 王梁幸

非集中流通上市无疑将加大市场资金面的压力，由此导致的流动性趋紧预期可能在国庆节前有所体现。根据统计，农行50多亿股首发机构配售股份上市流通将使农行流通盘扩容50%，而创业板的集中套现压力将被打破，目前已经表现较为明显的估值泡沫，对中小板也可能存在较大程度的负面冲击。我们认为，在弱势震荡的格局中，限售股的解禁所带来的资金面压力可能存在市场的放大效应，尤其对投资者的心理冲击更为明显，因此，短期内股指上行难度较大。

中秋节期间，宏观政策消息面变化不大，对市场运行的影响也相对较小，预计股指短期运行仍将受到技术面因素的影响。上证综指经过连续三天的缩量震荡之后，做空动能已经得到较为明显的释放，短线在60日均线附近获得一定支撑。但回顾历史可以发现，市场由弱势运行向强势运行转化的过程中，60日均线作为重要的分界线，其附近往往都存在较大的反复，而沪指自2319点展开本轮反弹以来，一直未对60日均线的支撑进行有效的考验，也造成2700点多次难以有效突破，加上权重股始终不能持续发力导致做多动能消耗过大，最终股指不得不主动回撤，预计在没有明显外力作用下，沪指仍将继续围绕60日均线缩量震荡。

投资策略上，我们建议投资者在节前仍需适当控制仓位，保留部分资金以防范宏观政策面可能出现较大变化所带来的风险，考虑到未来市场运行仍将持续结构性的特征，新能源、新材料、新一代信息技术等新兴产业的品种仍将是市场的主流热点，建议不妨以“轻大盘，重个股”的投资思路应对中短期的行情。

## ‘人弃我取’并非纸上谈兵



华宝证券研究所所长 李国旺

□华宝证券 李国旺

仅看表面的价格高低，主要还得看内在的价值是否被低估了，有些内含价值高的股票，股价高，但如果价格没有充分反应内在的价值或未来的价值增长趋势，这样的股票仍然是很便宜，因为它会在价值发现过程中涨得更高，因此也是低风险的股票。当然，有些股票，价格很低，但没有价值，因此反而是风险极高的危险之地。

投资者对具体公司具体的股票，根据时间地点政策的变化对其有不同的评估，才能发现并把握最好的投资机会。有位投资大家，投资具体股票时，以无风险为最高原则。如果股票已经涨到其目标价位时，他会及时对其进行二次评估，看是否还需要继续持有，如果持有的收益风险不匹配时，他坚决先出来。在别人还没有发现时你来投资，才是价值投资，否则都可能出现风险，后悔都来不及。比如，2010年因为有政策性制度性的创新，投资医药成为理想的标的；同样，因为有通货膨胀的存在与发展，投资农产品上游种子与下游酒类，也会有理想的收获。但是，随着政策的边际效用下降，随着投资大众都知道通货膨胀的投资概念时，这些行业的估值有可能出现高估，价值投资者在2010年底就得考虑是否转向被政策遏制的地产、钢铁、有色、机械、金融等行业，因为这些行业不仅市盈率低，还是市场利润的主要贡献者，更是保增长的主力军。当前，这些行业的股票行情被政策压抑，为投资大众所厌恶所抛弃，随着调控政策落实到位，被过分压抑的价值可能在政策转向正常时，突然有向正常价值回归的要求，因此当投资大众都在讨论新经济新行情的时候，老经济新行情就有可能发生。在行为金融看来，在别人没有看到或忽视的地方看见机会，这才是真正的价值投资。

按照行为金融学的观点，如果要想在社会经济生活中获得最大的价值，就得谦下无争，避开大众关注的热衷，即谦下无争地避开博弈中矛盾和焦点，从而为投资者寻找并赢得低估行业投资的先机。在资本市场，机会往往存在于投资大众所厌恶的时候，即行业因为投资大众所厌恶的时候，往往是价值低估、投资价值最大的时候。比如证券行业在2005年时候，员工的收入已经比一般行业最简单劳动的员工工资还低时，当其工资只能打折发放时，行业实际上已经成为处于最危机的状态，也是投资价值最大的时候，因为无人来与你争夺投资机会，证券公司出让的价格自然很低，有些券商实现了无成本扩张与并购的机会，迅速扩大了市场份额。

对于具体的公司股票来讲，投资者尽量避免与人争夸“高位”股票，要善于寻找仍然处于价值“洼地”的股票。当然，股票有无投资价值，不能

仅看表面的价格高低，主要还得看内在的价值是否被低估了，有些内含价值高的股票，股价高，但如果价格没有充分反映内在的价值或未来的价值增长趋势，这样的股票仍然是很便宜，因为它会在价值发现过程中涨得更高，因此也是低风险的股票。当然，有些股票，价格很低，但没有价值，因此反而是风险极高的危险之地。

投资者对具体公司具体的股票，根据时间地点政策的变化对其有不同的评估，才能发现并把握最好的投资机会。有位投资大家，投资具体股票时，以无风险为最高原则。如果股票已经涨到其目标价位时，他会及时对其进行二次评估，看是否还需要继续持有，如果持有的收益风险不匹配时，他坚决先出来。在别人还没有发现时你来投资，才是价值投资，否则都可能出现风险，后悔都来不及。比如，2010年因为有政策性制度性的创新，投资医药成为理想的标的；同样，因为有通货膨胀的存在与发展，投资农产品上游种子与下游酒类，也会有理想的收获。但是，随着政策的边际效用下降，随着投资大众都知道通货膨胀的投资概念时，这些行业的估值有可能出现高估，价值投资者在2010年底就得考虑是否转向被政策遏制的地产、钢铁、有色、机械、金融等行业，因为这些行业不仅市盈率低，还是市场利润的主要贡献者，更是保增长的主力军。当前，这些行业的股票行情被政策压抑，为投资大众所厌恶所抛弃，随着调控政策落实到位，被过分压抑的价值可能在政策转向正常时，突然有向正常价值回归的要求，因此当投资大众都在讨论新经济新行情的时候，老经济新行情就有可能发生。在行为金融看来，在别人没有看到或忽视的地方看见机会，这才是真正的价值投资。

按照行为金融学的观点，如果要想在社会经济生活中获得最大的价值，就得谦下无争，避开大众关注的热衷，即谦下无争地避开博弈中矛盾和焦点，从而为投资者寻找并赢得低估行业投资的先机。在资本市场，机会往往存在于投资大众所厌恶的时候，即行业因为投资大众所厌恶的时候，往往是价值低估、投资价值最大的时候。比如证券行业在2005年时候，员工的收入已经比一般行业最简单劳动的员工工资还低时，当其工资只能打折发放时，行业实际上已经成为处于最危机的状态，也是投资价值最大的时候，因为无人来与你争夺投资机会，证券公司出让的价格自然很低，有些券商实现了无成本扩张与并购的机会，迅速扩大了市场份额。

对于具体的公司股票来讲，投资者尽量避免与人争夸“高位”股票，要善于寻找仍然处于价值“洼地”的股票。当然，股票有无投资价值，不能

常用技术分析指标数值表(2010年9月21日)

国开证券北京中关村南大街(中电信息大厦)营业部提供

技术指标	上证		沪深300		深证	
	日	周	日	周	日	周
MA(5)	2606.78	2623.92	2867.93	2886.03	11229.09	11290.36
MA(10)	2642.56	2623.65	2910.70	2874.36	11422.03	11068.50
MA(20)	2642.83	2582.01	2908.03	2798.19	11373.02	10553.46
MA(30)	2642.20	2726.27	2904.88	2942.09	11275.58	11030.83
MA(50)	2616.55	2833.61	2862.93	3124.14	10962.26	11766.24
MA(60)	2583.40	2902.57	2815.99	3144.49	10733.25	11816.40
MA(100)	2598.68	2674.32	2810.69	2855.24	10549.57	10579.48
MA(200)	2678.20	2671.66	2891.55	2892.64	10818.92	10329.08
MA(250)	2895.83	2826.48	3137.29	2815.48	11899.38	9766.36
BIAS(6)	-1.10	-1.35	-0.92	-1.06	-0.81	-0.41
BIAS(12)	-2.27	-0.11	-2.21	0.83	-2.20	3.24
M A C D	DIF(2,26)	-2.13	-65.76	2.99	-52.79	85.68
	DEA(9)	1.94	-88.78	17.96	-84.49	160.39
相对强弱	RSI(6)	27.05	44.67	32.26	49.36	37.99
指标	RSI(12)	39.63	43.87	42.48	47.02	46.80
慢速随机	%K(0.3)	36.80	70.03	36.31	73.13	39.73
指标	%D(3)	44.39	73.46	43.08	75.79	48.01
目前仓位状况	(加权平均仓位:65.9%)					
选项	比例	票数				
上涨	60.9%	1945				
震荡	16.1%	513				
下跌	23.0%	735				

技术指标	上证		沪深300		深证	
	日	周	日	周	日	周
PSY(2)	50.00	58.33	58.33	58.33	58.33	66.67
MA(6)	50.00	59.72	54.17	59.72	63.89	61.11
+DI(7)	11.87	15.26	12.00	18.38	13.94	24.17
-DI(7)	38.93	19.44	37.63	17.48	32.95	14.46
ADX	31.68	22.33	31.37	19.38	37.24	32.30