

今日关注

- 发改委决定今起将汽柴油价格每吨均提高 480 元

财经要闻

- 远超去年全年 今年基金已发行 2700 亿
- 后金融危机时代中国发展股指期货内在逻辑
- 刘啸东：国际板规则正在制定中
- 重组大戏轮番上演中航系整合加速

东吴动态

- 东吴新经济股票型基金于 2009 年 11 月 12 日正式发行

理财花絮

- 希特勒败于管理学

热点聚焦

- 四大力量博弈明年股市 “复苏” 行情有望延续

机构观点

- 国信证券：房地产 11 月份投资策略：加仓至年底超配，布局跨年度行情

旗下基金净值表

2009-11-09

基金名称	最新	累计	涨跌
东吴嘉禾	0.7608	2.4808	0.79%
东吴动力	1.1520	1.6720	0.49%
东吴轮动	1.0209	1.0209	0.44%
东吴策略	1.0473	1.0473	0.35%
东吴优信 A	1.0202	1.0322	0.07%
东吴优信 C	1.0184	1.0304	0.07%

主要市场表现

指数	最新	涨跌
上证指数	3175.58	0.36%
深圳成指	13036.30	0.38%
沪深 300	3495.79	0.37%
香港恒生指数	22207.55	1.73%
标普 500 指数	1093.08	2.22%
道琼斯指数	10226.94	2.03%
纳斯达克指数	2154.06	1.97%

今日关注

发改委决定今起将汽柴油价格每吨均提高 480 元

国家发展和改革委员会 9 日宣布：从本月 10 日起，汽、柴油价格每吨上调 480 元，调整后的汽、柴油供应价格分别为每吨 7100 元和 6360 元。折合 90 号汽油每升上涨约 0.36 元，柴油每升上涨 0.41 元。国家信息中心宏观经济研究部副主任牛犁表示，国际原油价格近期迅速上涨，突破了 80 美元/桶的心理关口，确实涨幅较大。而且此次调价距离上次调整满 22 个工作日；同时，布伦特、迪拜和辛塔三地的 22 日加权均价变化率超过 4%，现实状况已经满足油价调整的条件。他认为，目前我国成每次成品油调整后的价格所对应的原油价格都相较国际平均原油价格

水平留有一定空间。上一次下调价格后，低于国际市场原油平均价格 7 美元，本次调整后也相较国际市场原油平均价格留有近 8 美元的空间。

财经要闻

远超去年全年 今年基金已发行 2700 亿

Wind 统计显示，截至 11 月 9 日，今年以来已发行成立 109 只基金（A、B 类分开计算），共募集资金 2689.11 亿元，远远超过 2008 年全年的 2033 亿元，但与 2007 年新基金募集 6000 多亿元相比，今年基金发行市场尚未陷入狂热状态。（中国证券报）

后金融危机时代中国发展股指期货内在逻辑

日前，中国证监会主席尚福林表示，国际金融危机发生后，我国资本市场内外部环境发生巨大变化。我们要继续加强基础性制度建设。（上海证券报）

刘啸东：国际板规则正在制定中

上交所副总经理刘啸东昨日出席“中国金融市场年会”时透露，境外公司在国内发行上市的规则正在制定中，开始阶段会先进行试点。（证券时报）

重组大戏轮番上演中航系整合加速

西飞国际因重大事项停牌、东安动力与中航光电资产置换……本月以来，一系列资产运作使中航工业集团成立周年庆变得热闹纷呈。（证券时报）

东吴动态

东吴新经济股票型基金于 2009 年 11 月 12 日正式发行

东吴新经济股票型证券投资基金的募集已获中国证券监督管理委员会证监许可【2009】1024 号文核准，于 2009 年 11 月 12 日正式发行，发行具体内容请登录东吴基金网站：www.scfund.com.cn，查询《东吴新经济股票型证券投资基金基金份额发售公告》。

理 财 花 絮

希特勒败于管理学

希特勒在第二次世界大战初期，在欧洲、非洲取得很多战果之后，向美国宣战了。

美国在二战之前，遭遇了严重的经济萧条，但是，其经济力量还是非常强大的。希特勒清楚这一点。不过，他认为自己手中握有一张王牌，所以敢于跟美国开战。

当时，光学仪器生产技术一直被当成一项保密技术，光学仪器技工的待遇相当高，培养一个合格的光学仪器技工，一般需要 7 年时间。美国尽管经济获得巨大发展，但在光学仪器方面，缺乏熟练的技术工人，只能依赖从法国进口。而这些光学仪器设备，是海军不可或缺的。

希特勒非常清楚美国的这个弱点。他判断，一旦占领法国，就等于控制了欧洲的光学仪器工业，美国由于缺少光学仪器：无法在短时间内建立起强大的海军。他认为，等美国用 5 年到 7 年培养起熟练的光学仪器工人时，他的军队早就把美军打垮了。

这就是希特勒对美国宣战的技术秘密。但是，他的情报忽视了一个人。这个人就是泰勒，号称美国管理学之父。泰勒发现翻砂工人的劳动效率很低，翻砂工作的一系列劳动，都是由独立的翻砂工人单独完成。通过一段时间的观察，他把翻砂工作分解成一个又一个前后相继的简单动作，每个动作简单到即使是孩子也可以马上学会。这样，工人只需要完成一个极简单的动作，就把工作传给下一个人。复杂的翻砂工作被他分解成三十几道工序，任何一个人都可以立即上岗，不管他有没有文化，识不识字，半天就能成为熟练工，从而极大地提高了工作效率。

泰勒的贡献很快被军方派上用场。结果，美国把复杂的光学仪器生产过程，分解为很多简单的小步骤，然后根据工人的技术水平，让他们分头掌握。一项复杂的工作，在很多人的合作之下，变成一个简单的组合。

就这样，仅仅花了几个月的时间，美国就培养出一大批熟练的光学仪器技工。希特勒占领

热 点 聚 焦

四大力量博弈明年股市 “复苏”行情有望延续

如果说，商品、货币、资本和劳动力的供求关系直接影响了经济的复苏前景，还直接影响到 A 股发展的方向，而国际资本、国家资本、机构资本与居民资本的博弈关系及其力量对比的变化，将直接影响行情的发展空间与行业的轮换周期。行情的发展方向即牛熊判断(涉及系统性风险的回避)、行情的发展空间即市场的波动幅度(涉及收益水平)、行情在行业间的轮换周期(涉及投资机会)，这些是投资者最为关心的核心问题。

国际资本影响 A 股路径分析

中国能否顺利地直接从政策刺激向市场主导过渡，核心指标是间接融资的比重下降而直接融资的比重上升。维持直接融资比重上升的前提是 A 股市场的稳定与发展，A 股市场稳定的条件包括其

估值水平高低和业绩增长情况。如果 A 股业绩增长水平情况可以弥补因为估值劣势，A 股还有可能维持相对平衡的市况。

我们认为，美元国际估值的变化即汇率变化为 A 股市场国际定位的最大因素，如果美元贬值而人民币升值，A 股市场可能部分重复 2006 年的情形，即 A 股在外来的流动性推动下出现震荡向上的行情。如果美元在 2010 年出现阶段性升值的情况，A 股行情的维持，主要看业绩增长水平是否能够填补估值空间。A 股业绩增长水平，主要还得看国家资本的动向。因此，人民币是否盯紧美元，从而保持相对宽裕的流动性，不仅是经济增长的需要，更是 A 股稳定、保证直接融资增长的需要。

国家资本影响 A 股路径分析

国家资本出手的动作主要围绕两个目标：经济增长基础上的税收增长、经济增长基础上的社会稳定。因此，保增长，促稳定是国家资本的行动底线和战略目标，在此基础上才能讲究优化结构问题。因此，保增长、优结构、促稳定三者是统一的，前提是保证经济增长。因此，2010 年在保增长(如 GDP9%)的条件下，优化产业结构促进经济转型推动产业升级，将是经济政策的主线。据此推测，国家资本在 2010 年的主要“抓手”可能有：

1、正确实施与经济增长对称的货币政策，从而从外部保证 A 股估值的稳定。一是通过适度宽松的货币政策，保持流动性增长与经济增长相适应。根据经济增长的惯性，2010 年经济增长可能接近于 9%，因此，货币增长速度会在 GDP 的基础上，加上名义通货膨胀，理论上不会低于 18%。如果加上人民币升值空间和通货膨胀的空间，M2 在 2010 年增长可能会在 22%左右。二是通过流动性保持 A 股估值相对稳定。由于 A 股的估值(PE)与流动性(M1)间存在高度的时空对称性，也就是说资产价格与信贷政策周期存在同时性。这种高度同时性，如果结合货币政策为保经济增长而不会猛烈退出的推断，A 股 20-22 倍左右的估值水平理当为市场认可的阶段性估值底部。

2、通过适度的 IPO 等，调控 A 股的供求关系，保持股市行情的热度但不形成过度泡沫，从而在资本市场内部形成相对稳定的估值平台。如果货币供求关系直接影响了资产的估值，股票的供求关系也会影响估值。2009 年上半年主要是间接融资为主，2009 年下半年开始直接融资速度加快，为实现经济转型和保证国家重点产业增长的需要，2010 年直接融资的规模不会缩小。如果我们论断 2010 年货币供应将保持适度平衡的水平，要保持股市在业绩稳定条件下的估值稳定，就得在股票发行上适当考虑市场的容忍度。

3、通过经济增长实现业绩增长，从而保持估值的合理性，实现行情上升而估值稳定。2009 年一季度我们提出“新政引导复苏”的论点，一年的实践证明，这个论断是符合经济发展和市场运行情况的。从政策继续保增长的惯性看，中国经济复苏的可持续会在 2010 年得到验证。如果政策上进行优惠、扶持，一些行业也可能出现复苏背景下的繁荣现象，比如医药行业就可能出现。由于 2009-2010 年流动性充裕，大宗商品价格将可能在高位运行，上游资源类如煤炭、垄断类行业如石油化工行(601398)业可能出现“复苏红利”。由于通货膨胀可能从预期部分转向现实的压力，消费类产品可能

在国家消费优惠政策的推动下出现调整增长，从而也享受到“复苏红利”。

4、通过财政政策，实现国有企业业绩增长，从而保证和维持上游及垄断产业业绩增长水平。如果这种持续复苏是低通胀(比如CPI 2%以下)，积极财政政策未必就会退出。根据目前的情况，加上一些行业国进民退的事实，复苏加兼并概念可能成为主题，煤炭和钢铁行业有可能出现政策性的兼并机会，从而出现政策性的行情。政策性主导下的兼并重组，将可能出现在上中游的产业，兼并重组既是调整生产关系提高生产力，也可能是为了产业结构优化提高生产力，从而为国家产业政策提供现实的平台。

机构资本影响 A 股路径分析

机构资本在中国可以分为三类：一是国家控制的机构资本；二是产业资本控制的资本；三是居民资本的集合体。由于资金的性质不同，机构资本影响 A 股的路径也不一样。

1、国家控制的资本。目前主要以中投、汇金和全国社会保障基金的形式出现。中投主要在全球范围内进行股权投资，汇金主要以对内进行金融股权投资为主。由于社会保障基金是保命钱，保值甚至比增值更重要。由于金融股(包括券商)在 A 股中权重重大，对指数的影响也大。一年来汇金对国有金融股的持续增持，往往为市场发出国有资本对中国经济和 A 股市场有信心的表现，对于稳定人心非常重要。这是因为国有商业银行承担了国家项目的信贷款任务，国家项目往往与国计民生及经济复苏关联度最大，汇金增持表明其对 2010 年经济复苏和相关项目投资的信心。

2、产业资本控制的资本。产业资本虽然以产业投资为主，但随着资本市场的发展，产业资本间对上市公司的股票和股权相互投资的现象已经很普遍。经济复苏会膨胀产业资本因为相互投资而出现的收益增长，对股市行情上升有推波助澜的作用。近几年来券商概念、期货概念、创业板概念等行情的兴起背后实质上都是产业资本对资本市场投资的反应。如果 2010 年经济复苏的判断成立，由于产业资本的相互投资引发的业绩增长就可能弥补由于货币政策转向的行情缺口。加上部分产业自有资本的流动资金直接进入股市，产业资本推动的业绩行情还是可能出现。

3、居民资本的集合体。居民资本的集合体又分为公募基金、私募基金、信托产品、券商集合理财、银行理财产品等。从目前看，对市场形成影响力的主要是公募基金，我们就以公募基金为代表对居民资本的集合体对 A 股的影响进行分析。

居民资本影响 A 股的路径

居民既是消费者，也通过储蓄行为成为投资的资金提供者，还是直接投资者。因此，居民既是消费市场扩容与消费升级的力量，也是产业升级的幕后力量，更是资本市场的直接力量。

当前，居民资本进入股市主要路径有：直接开户进行股票与基金投资；申购基金；购买券商的理财产品；购买信托理财产品；购买银行系统的理财产品。总体看，由于过分自信的心理作用，多数居民选择直接开户进行股票投资或者通过申购公募基金进行投资。

根据对中国居民的投资行为分析，中国居民投资股市存在短线操作、从众行为与处置效应(卖盈

持亏)三重性。短线操作为 A 股市场日均几千亿元的交易量提供了解释；从众行为为 A 股的巨幅震荡提供了解释；处置效应为部分休眠账户提供了解析。因为中国 A 股开户中大约有 25%左右的账户长期处于极度低交易频率状态，一旦行情启动特别是牛市的初期，只要不亏损，这些账户往往撤离市场但可能又会在高位再入市。

上述三大行为特点，刚好与基金等机构倡导的价值投资理念相反，从而机构的形成价值投机与居民的交易投机的对应关系。根据前面分析，2010 年 A 股可能是震荡向上的格局，居民资本的交易频率与助涨助跌的动能将会发挥得淋漓尽致。如果居民资本在公募基金业绩稳定向上时，特别是偏股型基金申购在 80 亿左右时，居民资本可能形成助涨的主力，当然，也可能在风险累积后通过赎回基金份额的形式加剧下跌幅度。(开利综合报道)

机构观点

国信证券：房地产 11 月份投资策略：加仓至年底超配，布局跨年度行情

评论：

房地产投资未完全恢复，政策仍将维持“偏暖”

房地产投资、新开工面积等先行指标的增速仍然未恢复至正常水平、国际贸易主义抬头使出口复苏之路更为艰巨而漫长，因此稳定住房消费仍然是 2010 年上半年的房地产政策的大方向；从前三季度全国 70 大中城市房价指数来看，房价总体平稳，并未达到失控需调控干预的程度；1-9 月个人按揭贷款占新建商品房销售额的比重不到 20%，也显示今年楼市的热销利用银行信贷资金的比例并没有大到需要政策压制的程度；加息周期远未到来，较低的基准利率有望保持到明年二季度以后。

第四季度房地产销量恢复

从全国数据来看，二、三线城市楼市销量出现了“金九”行情，“银十”行情更在一、二、三线城市大范围出现，化解了三季度投资者对楼市销量回暖持续性的担忧，更使房地产企业今年的销售业绩更上一层楼。我们预计在流动性仍然宽松、宏观经济逐渐复苏、通胀预期的背景下，4 季度的销量将超过 3 季度的水平。

房价稳中有升，上市公司业绩超预期

全国商品房需求仍然较旺；开发商现金流仍然充沛，大规模打折促销难以出现；政策微调常态化，房价政府可控，难以暴涨。销售畅旺、房价上涨将使地产公司盈利大幅增长。预计明后年主要地产公司业绩将大大超过市场预期，目前估值仍有较大提升空间。

建议“加仓至年底超配，布局跨年度行情”

由目前的标配逐步加仓至年底超配，布局跨年度行情。两条投资主线：一、拥有大量优质、低成本土地储备、管理水平高的全国和区域龙头，如“保招万金”、“云天星球”，我们更看好区域龙头的成长性，特别推荐：华业地产、苏宁环球、中天城投。二、资产重组和资产注入的公司，看好大



股东土地多、实力强的公司，如 ST 东源、ST 鲁置业。行业表现催化剂：08 年四季度推出的“救市”政策到期延续，市场关于“二套房贷”的利空传闻被证实属谣传。

免责声明：本报告中的信息均来自公开资料，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性。本报告及这些信息所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本报告中的观点亦仅为参考不必然代表东吴基金管理有限公司或者其他关联机构的正式观点。

基金有风险，投资需谨慎。所有基金绩效之信息，均为过去绩效，不代表对未来的绩效预测。

欢迎访问东吴基金公司网站：www.scfund.com.cn，客服电话：021-50509666。