

Fund

■每周基金视野

次贷危机未缓解 谨慎情绪难逆转

◎联合证券 冶小梅

短期缺少上涨动力

市场对宏观经济下滑的担忧仍然在继续(国泰)。雪灾对经济增长和上市公司盈利能力的影响是短期的,我们需要观察的是美国经济的发展情况、国内宏观调控能否适度放松、2008年一致性盈利预测是否会有所下调、以及大非集中上市对市场带来的冲击程度(信诚)。只有房屋空置率回落到合理水平后房地产价格才会走稳,因而次贷危机还没有结束(申万巴黎)。美国次贷危机还没有一点缓解的迹象,欧洲也接着出现了法国兴业银行和瑞银UBS重大亏损等重大问题(诺德)。近两周不断有大投行巨额亏损的消息传出,进一步加剧了市场对于美国经济走向衰退的担忧。目前2008年动态市盈率已经降至25倍左右,但未来上市公司盈利增速趋缓导致估值水平缺乏有效支撑,市场主流资金的情绪难以发生逆转(建信)。如果把中国A股的估值拉回到全球估值的大家庭中,再加上一点点安全边际,那么4000点也可以算是一个中性的位置(广发)。从前几个月的情况看,大小非解禁的进程比市场预期的快,力度比预期的强,所以未来在大小股东之间会有一个长久的博弈过程(汇丰晋信)。A股市场在短期缺少上涨的动力(信达澳银)。在调整的过程中,需要防范基金运行机制中巨额赎回造成的负循环效应(长城)。在“两会”召开之间,市场处于政策真空期的可能性仍然比较大,短期内影响市场继续探底或是反弹的推动力仍是外部因素和投资者信心(巨田)。在不确定性的环境下进行选择就如同盲人摸象一样。投资者不是看空,是看不清,但看不清和看空一样可怕。对此,我们保持一个中性的基准仓位,在市场波动中追求确定性的品种(中海)。



灾后重建将成为雪灾之后的重要经济话题 资料图

估值系统趋于稳定

倘若没有GDP的高速增长,就业的问题就将出现,这可能是一个比通胀更让政府担忧的事项。在外围消费很弱,出口明显受影响的情况下,提振国内需求,以保证总体经济维持一个较高的增长速度将是政府面临的新课题。政府可能会用固定资产投资来刺激经济增长(交银施罗德)。最近的统计数据显示国内的消费在拉动经济增长中的作用已经越来越大。另外,今年1月份的贷款额已经有增速的现象(汇丰晋信)。考虑到预期之外的雪灾等因素,市场对国内宏观经济实施紧缩的时点及强度需要重新来考虑,政府或将微调调整至宏观政策的力度和节奏(国投瑞银、汇丰晋信、交银施罗德、东吴)。中国平安的巨额融资使投资者们担心,其他上市公司会竞相效仿,如果这些投资不具有盈利性,投资者们反对这样的投资,那么融资行为也是应该不

会得到通过的。对于担心已久的大小非减持问题,目前的价格已经充分提前反映(汇丰晋信)。两只股票型基金的获批将极大提振市场信心,它也鲜明的表达了管理层的态度,4000点上方可能成为政策底部(华夏)。在4300点附近再向下的空间已有限(中邮)。部分股票重新跌回了合理价位(兴业)。金融地产等前期大幅下跌的行业已经呈现出企稳的迹象(国泰)。沪深300及全市场2008年动态市盈率已经不到24倍,2009年的动态市盈率则不到20倍,市场目前的估值水平已经具备一定的优势(巨田)。预期重点上市公司08年利润维持30%左右的增速,A股市场的ROE支持市盈率的上涨(汇添富)。

关注灾后重建题材

灾后重建将成为雪灾之后的重要经济话题,对于灾后建设所需的各种资本品和紧缺生活资料短期看好(东吴)。雪灾暴露出中国基础设施的落后

与严重不足,正好为新的固定资产投资提供了依据(交银施罗德)。持续看好大农业、消费、能源类等全年主题板块,同时关注受从紧货币政策影响较大的行业及板块(国投瑞银)。主要看好高通胀预期下的产业结构机会、人民币升值背景下的消费与服务、稀缺性的资源与能源、后股改时代的制度性激励因素释放等四大投资机会(汇添富)。仍建议关注金融、地产中的优质品种,该板块调整充分(工银瑞信)。金融板块的调整有些矫枉过正,银行业的基本面仍然是强劲的,经历了此波下跌,目前估值已经处于较低水平(汇丰晋信、大成)。



■基金策略

招商基金 A股市场长期依然向好 申万巴黎 看好消费服务行业

◎实习生 刘珍珍

在尘封了5个月之后,2月1日两只股票型基金的获批将极大的提振市场信心,它也鲜明的表达了管理层的态度,4000点上方可能成为政策底部。市场扩容压力能否减缓将成为股市后期表现的决定因素,在市场的规模再融资计划未被取消之前,我们暂时持谨慎乐观的态度。在我国居民收入增长和消费升级、国际产业转移和产业结构升级、人口红利和城市化进程都逐渐加快的情况下,我国的长期经济增长前景向好。在外资顺差维持高位、人民币升值预期和居民储蓄分流等所导致的市场流动性充裕局面还难以出现逆转的情况下,我们认为A股市场长期向好依然可期。从行业景气度和估值水平角度挑选,近期我们将关注银行、机械、钢铁和煤炭等板块的投资机会。由于美国经济放缓导致我国出口放缓的迹

象明显,而国内中共中央政治局会议明确提出要正确把握世界经济走势及其对我国的影响,充分认识外部经济环境的复杂性和多变性,科学把握宏观调控的节奏和力度,说明2008年的政策调控有放开的可能;在出口下滑的情况下,投资和消费将获得政策鼓励,机械和上游的钢铁、建材等行业的增长可能会超过原来的预期。2008年由于安全整顿和奥运因素,煤炭供求将略微偏紧,目前股价具有较高的估值安全边际。银行业2008年业绩高速增长预期明确,而行业估值水平明显偏低。从风格投资角度,我们将关注大盘蓝筹股的投资机会。经过前期的大幅调整,目前大盘股的估值水平已经大幅落后于中小盘股,而大盘蓝筹股流动性好、业绩增长稳定的优势以及股指期货推出预期也使得其成为新基金建仓的优先选择。另外我们继续关注通货膨胀、节能减排和央企整合等主题投资机会。

◎实习生 刘珍珍

美国的房地产短期难以好转,只有房屋空置率回落到合理水平后房地产价格才会走稳,因而次贷危机还没有结束,美国风险利率仍会维持在高位,甚至可能上升到10%的水平,从而使美国经济进入明显衰退中。全球资本市场大幅下跌的原因归根结底是预期美国经济衰退。美国经济衰退对中国出口有负面影响,但中国经济仍具备良好的增长条件。我国曾成功做到外需不足时通过扩大内需实现经济增长。2008年是中国调整经济结构之年,中国将从外需拉动型增长模式逐步调整到内需拉动型增长模式,在外需减缓的背景下,国内的宏观政策也将逐步由压缩投资向启动内需转变。此外,中国经济还具有较大的产业升级空间,因而即使美国经济减速幅度较大,2008年仍然是中国经济保持较快增长之年。

从政策面来分析,目前宏观调控政策外紧内松,调控重点转向了价格管理,未来投资领域的调控会可能趋于温和。整体而言,国内宏观调控最严厉的时期已经过去。由于次级债危机预计在未来1年内都难以结束,这就决定了海外股市在2008年会相对比较脆弱。但是未来一段时间,市场看到的更多的是积极因素,例如美国1500亿美元的减税计划、推迟重定次级抵押贷款利率的时间、美联储继续降息等。经过前期的市场调整,目前估值已经处于合理区间的上限附近。据申万巴黎基金统计:1月14日—1月29日,跌幅超过15%的个股达到了577家,跌幅超过20%的个股达到了260家,其中不乏优质股票。从宏观视角来看,存在着两方面的机会:一方面,消费服务类产品继续值得看好,一季报业绩也会不错;另一方面,由于宏观紧缩政策的提早放松而面临着投资机会。

■华商视点

PE与PB之争



◎华商基金投资部 副总经理庄涛

节前的大幅下跌令熊市的氛围越来越浓重。

很明显,股市下跌的导火索是次级债事件所引致的美国股市大跌,但很有意思的是,这轮下跌的跌幅A股市场远远高于美国股市这个风险源头。跌幅如此之大,这使我们不得不思考,是否真的可以将下跌的全部责任都推到次级债事件上去。答案当然是否定的,我们可以看到,A股市场在过去的两年中出现了惊人的涨幅,估值高企,而且积累的获利盘(包括获利幅度与持仓数量都很惊人的大小非)不计其数,风险本身就不小。鉴于这种局面,管理层早早停止了股票型基金的新发,也体现了对A股市场风险的担心,因此,可以这样说,次级债事件可以理解“压垮A股市场这个骆驼的最后一根”稻草,而不是全部。

对于A股市场是否估值过高的争论由来已久,典型的是银行股,在国外一般都用PB做估值依据,定价基本在2-3倍之间,而A股市场则一般用PE估值,表面看20多倍市盈率并不高,但一看PB都在4倍以上,高的如招商银行,达到7倍多。

在这次次级债事件中,银行业可谓多事之秋,这使投资者对于银行业的经营模式到市场估值方法都产生了困惑。其中的内在逻辑是:既然历经多个经济周期,风险控制能力极强的银行业的传统龙头企业都在运营中出现如此巨大的风险,可见银行业是典型的周期性行业,经营波动巨大,PB作为估值尺度自然更为合适,既而A股市场的银行股普遍面临高估问题。

但是,在当前环境下,一方面在未来相当长的时间内我们看好中国经济的快速增长,从而全社会有强烈的资金需求,再加上资本市场在融资规模上还不可能与银行业相提并论,银行股的连续增长能力确实突出;另一方面,处于金融稳定考虑,银行业的利率自由化几乎无法提上日程,这也使这个行业的经营外部环境风平浪静,看不到什么明显的风险。因此,我国银行股的估值至少在中期内都将是PE为依据,当然,随着增速的下滑,PE将是个逐渐降低的趋势。

经过这一轮下跌,银行股跌幅惨重,现在动态PE普遍在20倍以下,考虑到以上所分析的银行业的特殊性,确实出现了投资价值。当然,PB与PE之争还将继续下去,伴随而来的就是A股市场在2008年可能出现幅度较大的波动,最终的方向决定还是那句话:如果你看好中国经济增长,那么随着“E”的增加,股指必然还将不断上扬,从大的波段上看,牛市也将继续下去。