

## Fund

■每周基金视野

## 通胀深层次原因仍在 价格机制改革是焦点

◎联合证券 冷小梅

## 宏观经济增速将平稳回落

本次准备金率的调升幅度出乎市场预期,但我们觉得正因为这样的提前预防,未来中国经济出现金融波动的可能性在不断减小,股市对此反应过度(汇丰晋信)。全球性的货币紧缩将对通胀水平产生积极的抑制作用,并在短期内将对全球的大宗商品市场带来压力(中邮/东吴)。

中国和印度占了世界50%的新增石油需求量,石油价格高企会迫使他们加大煤炭的开采,其间新的替代性能源会出现。另外,5个联合国常任理事国只有俄罗斯是石油生产(输出)国,其他均是石油消费国,从政治方面考虑,石油价格上涨也不可能具有持续性(信达澳银)。高油价对美国共和党当选相当不利,近期开展的调查可以认为将对商品价格产生较大的中短期压制(汇丰晋信)。

越南金融危机可能会在东南亚地区部分高通胀且经济基础较脆弱的国家扩散,但对中国不会产生根本性的冲击。中国有充足的财政盈余和政策空间去应对经济的下滑(诺德)。中国人口众多,城市化进程远未完成,内生需求庞大,预期经济增长速度未来较长时间内仍将保持很高的位置(浦银安盛)。

我们保持对市场25倍PE和20%的工业利润增速的预期(泰达荷银)。A股目前20倍左右的市盈率相对于世界平均水平的16.5倍市盈率,是一个相对合理的估值水平。而且一直为投资者忌惮的大小非减持压力将在六七月明显减轻(上投摩根)。我国宏观经济增速会平稳回落,实现“软着陆”。

市场在3000点“政策底”附近将有反复,如果惯性下跌至2800点以下,将会吸引更多长期资金逐步入场(南方)。政府在奥运前维持资本市场稳定的决心不容低估(大成)。

## 正常趋势中的不正常节奏

从更深层次的投资逻辑分析,本次股市的持续下跌,宏观预期下的企



业利润减速只是一个次要因素,核心问题还是由于在全流通的背景下,实业资本和虚拟资本对资本市场长期估值水平的判断(中海)。影响物价上涨的深层次因素依然存在(诺安/交银施罗德/富国)。

世界原油和粮食价格高位运行带来的输入型通胀压力有增无减,灾后重建新增的大量投资将从需求方加大通胀压力,大量外资流入带来的流动性过剩压力仍在加强(中邮)。对央行未来加息幅度和加息频度的决定因素密切关注(信达)。

在CPI回落和财政压力加大与成品油供需紧张加剧的态势下,未来两个月内提高成品油价格的可能性大大增加(国泰)。油价上涨、电力上涨的压力可能会随着奥运的结束再现(金元比联)。

油电价格一旦放开利润将重新分配,目前在企业利润上市场无法达成一致预期。即使中报业绩超预期,但价格管制仍在,造成判断困难,难以形成向上催化剂(富国/交银施罗德)。

未来投资增速下降的预期还未在股市充分反应,特别是房地产行业供需将出现失衡,导致价格将出现明显回落(友邦华泰)。

对市场压力最大的可能仍然是资金和股票的供求关系。持续的融资加上大小非的减持会给股价造成压力,新基金的发行情况却令人担忧,老基金的持续申购情况可能更加不容乐观(交银施罗德/汇丰晋信)。

股市的估值从PE与PB两方面来看都有下降空间,这次虽然跌得多,但仍然是中期趋势的一部分,属正常趋势中的不正常节奏(交银施罗德)。管理层目前无暇顾及市场并采取更为积极的态度。尽管其稳定市场的意图仍然明显,大盘股IPO等可能会慢慢转变之前已经给市场灌输的预期(银河基金)。短期依然没有看到支持市场向上的充分依据,即便管理层出台新的政策,市场也难以看到较大的反弹行情(大成/工银瑞信)。投资者可采取保守的投资策略,等待市场有转强迹象时再参与其中(益民)。

## 价格机制改革是焦点

能源价格政策变化的预期将左右未来一段的市场走势(大成)。中期主题酝酿在价格改革之中,投资者应该予以关注电力和石化板块的再次提价(东吴)。产品涨价是一个最重要的主题,我们将挖掘更多能源相关的投资机会(中海)。没有原材料成本压力的太阳能、风能等可再生能源产业会再受关注(泰达荷银)。选择通胀受益板块,如新能源、能够向下传递价格的小化

工、部分医药等子行业;价格有一定扭曲的行业,如石化和电力行业;央企的重组有加速趋势,可关注(博时)。择机增加受益于政策预期利好的石油石化和电力股;能够抵御通胀的上游资源品种和受益于节能环保主题;也将积极关注后续资产注入和整体上市相关的板块和个股(汇丰晋信)。高要素成本下规模经济重要性突出,行业集中度大幅提高也是工业化发展和国内产业升级的重要标志,政府作为主要推手的央企资产注入和重组意义重大(富国)。

另外,传统增长模式遇到瓶颈之后,龙头企业反而占据了更大的市场份额,这样的故事曾经出现在水泥、建材和电解铝行业,今后几年将在航空业、钢铁业和房地产行业陆续上演(友邦华泰)。

预计带领指数重新企稳的还将是大盘蓝筹股,而中小市值股票不排除补跌(汇添富)。

## ■基金策略

## 交银施罗德:关注三大热点

◎本报记者 徐婧婧

交银施罗德专户投资部总经理赵枫认为,进入2008年以来,投资者讨论最多的话题大致是以下几个:

一是估值水平,二是宏观经济面和公司基本面,三是股票和资金的供求状况。从静态水平看,指数调整到现在,估值水平过高的局面已经有所缓解,市场的系统性风险得到了极大的释放。如果从中长期角度看,投资者已经可以考虑挑选有基本面支持的公司逐步建仓。对于一些当前估值水平较为合理的公司来说,未来的成长性比较确定,即使未来指数进一步下跌20%左右,其股价也未必有很大的下跌空间。宏观经济面和公司基本

面的前景似乎有点模糊,主要的风险是实际情况会不会比预期更加悲观。

到目前为止,交银仍然对企业的盈利增长前景持有谨慎的看法,要素价格的调整可能使得企业的收入和盈利增速面临更大的压力,企业盈利增速大大超过预期的可能性并不是很大。这个时候,投资者谨慎一点好像不会犯大错。未来对市场压力最大的可能仍然是资金和股票的供求关系。先说股票供给,融资和再融资好像并没有受到重大限制,而且从目前新股发行和再融资推出的速度看,融资速度也没有放缓,持续的融资加上大小非的减持,会给股价造成压力。

最近出现的新的压力可能是资金供给层面的问题。

## 大成基金:整体组合以防御为主

◎本报记者 徐婧婧

大成基金认为,随着指数的下跌,一部分利空因素得以释放,但短期依然没有看到支持市场向上的充分依据,整体组合以防御板块和较低的仓位为主,短期依然持谨慎态度。节后第一天市场出现8%以上的巨幅下跌也反应了这一点。在这种担忧加剧和弱势心理下,市场在短期内可能面临再次探底甚至创新低的考验,除非管理层能有扶持政策立即出台。即便管理层出台新的政策,但是在经历一轮反弹加阴跌到再次探底的行情之后,市场资金做多热情可能有较大消耗,市场也

难以看到较大的反弹行情。

大成基金表示,在这样一个积弱而难以看到一波行情的情况下,基金组合是否应该以及如何调整仓位和结构以规避后续的可能经济超预期恶化的风险。短期的基金操作,大成基金都将基于此而展开,并认为未来主导市场的主要因素将转向政策,特别是经济政策与产业政策起到显著的作用,继续认为能源价格政策变化的预期将左右未来一段的市场走势。同时大成对因为夏粮丰收预期而带来食品业成本降低的转好预期,计划在保持仓位稳定的前提下,逐步增持市场杀跌的食品饮料股票。

## ■基金视点

## 中海基金:挖掘能源相关的投资机会

短期策略中基于CPI出现回落,以及年内可能不会加息,债券资产将继续获得良好的表现,股票资产只能依赖业绩增长来抵御估值的回落风险,投资者采取均衡的配置策略可能才是最佳的选择。

市场的调整使具有核心竞争力的公司估值水平回落到一个合理的状况,中海基金将会选择合适的时候进行配置,总体来看防御性的策略在目前市场更为合适。在全球的这轮牛市中,能源价格不断上涨,原油价格已经达到了130美元/桶,产品涨价是一个最重要的主题。中海基金将通过密切关注宏观和产业数据,增加相关公司的调研和沟通,利用中海油的产业背景优势,挖掘更多能源相关的投资机会。

## 景顺长城:投资者对经济前景缺乏信心

目前市场估值较为合理,但是因为投资者对经济前景信心不足,如果无明确利好或利空信号,预计市场短期内将持续维持低迷。从宏观基本面看,GDP下滑将持续一段时间,而CPI的高点已经过去,对金融股起正面影响。

此外,油价、电价等被管制的价格将逐步有所调整。从固定资产配置来看,目前房地产一、二级市场低迷,随着房地产的进一步冷却,将致使投资增速面临压力。从外部环境看,原油价格居高,对主要经济体和广大发展中国家都面临巨大压力。原油上涨虽然对我国无直接压力,但是因外部经济环境的恶化,也会产生间接影响。我们主要看好消费、金融服务业,以及形成完善产业链、具有较强国际竞争力的优势制造、能源企业。

## 广发基金:关注能源相关主题

广发核心精选基金拟任基金经理许雪梅表示:当前中国经济面临的长期性结构化趋势主要有三个:一是节能降耗,增加经济发展的可持续性;二是扩大内需,消费升级,适度减少对投资和外部需求的依赖;三是促进社会全面和谐发展,加大中西部开放、三农建设和缩小经济发展中的不平衡格局。

因此,广发核心精选自上而下重点投资的行业将首选能源、新能源、节能降耗相关行业、内需、服务和消费终端相关行业、受益于国家重大产业政策、中西部建设和三农建设的行业和领域等。从个股选择上看,我们在挑选个股时除关注个股基本面、业绩和估值之外,还将关注个股的外汇暴露风险、能源暴露风险、企业财务风险和大小非减持风险。(本报记者 徐婧婧整理)