

## Fund

■每周基金视野

## 严控仓位做局部调整

◎联合证券 冶小梅

## 中国经济将最终实现软着陆

近期美国等国家也陆续加入了防通胀的战斗中,这样可以缓解国内通胀的压力,下半年CPI可能出现趋势性下降(广发基金)。推动油价上涨的主要因素是中国需求和美元贬值,而这两个因素在下半年有望逐步减弱。相信此次中国经济的调整将最终实现软着陆,今后几年我国经济保持8%~10%的较快增长速度以及维持3%~5%的温和通胀水平应该是可以达到的(交银施罗德)。

独立定价的要素价格上涨,以及本币升值必然会改变比较优势的格局,逼迫中国企业向更有比较优势的产业迁徙,以及向更发挥新比较优势的经营方式演变。从我们的观察来看,这样的演变正在迅速健康地发生(诺德)。通货膨胀和银根紧缩政策(R)使那些撤出市场的金融资本要寻求以产业资本方式再重新进入同一生产和业务领域的机会成本上升,因此,大小非减持的动力也会明显减弱(广发基金)。

按我们保守估计2008年盈利增速为17%,A股的预期市盈率已大幅降至2008年的18倍和2009年的15倍,相对于海外市场的溢价也已大幅收窄(交银施罗德)。在3000点以下区间无论对估值、政策支持与产业角度,都处在一个相对的底部区间,并开始重新具有吸引力(中海)。市场担忧的各项利空因素,通过前期的下跌已经充分释放。在没有新的利空因素刺激下,市场的下行风险和空间将十分有限(中欧/工银瑞信/招商基金)。本轮破发会否再次带来否极泰来的机会值得我们关注(东吴)。

从股市出现了100多起大股东增持案例来看,整个市场进入2.5倍市净率之后,会出现很多在产业投资者看来有价值的上市公司(友邦华泰)。一些严重超跌的优秀企业已经具备一定程度的长期投资价值(易



方达/南方/天治/信诚/银河基金)。相信管理层会对目前的局面做出一些应对,加上在3000点以下一些长线资金的积极入市和一些新募集的基金的建仓,接下来的一段时间内市场有望迎来阶段性的反弹(汇丰晋信)。

## 做好仓位控制,加仓须谨慎

救市政策历来只能延缓但不能改变市场的长期趋势,目前股市正在寻求真正的底部(交银施罗德)。市场的核心问题是在宏观经济形势以及通胀压力没有得到缓解的情况下,企业盈利、资产估值定价等问题都存在很多不确定性,在各种不确定性面前大家都在等待和观望(汇添富/摩根士丹利华鑫)。PPI在5月份超过了CPI,这一现象的经济学含义就是企业利润在上下游之间的分配将发生明显的变化,尤其可能实施的能源、资源价格改革将使这一现象进一步加剧,对中下游企业利润形成较大压力(浦银安盛/国投瑞银)。

国际经济形势的不明朗,使得中国政府抗通胀的力度将进一步加强,同时因价格管制而导致的经济运行

不确定性将严重影响证券市场的投资预期(国投瑞银)。而央行这样频繁动用数量工具,已经逐渐积累了一些负面影响(东吴)。

全球不管是成熟市场还是新兴市场,市盈率在10倍到15倍之间的波动,市净率在1.5倍到2.5倍之间的波动。一旦过高,金融资本、产业资本之间有套利机制,会让它回归到合理的状态(友邦华泰)。

1-5月份工业企业利润增速进一步回落可能成为2季报前市场下调盈利预测的触发器(申万巴黎)。市场做空的能量尚未完全释放(国泰)。

融资融券试点传闻再起,万亿优质地方国资静待注入上市公司,银行房贷首付比例以及发放量有所松动,证监会再批两家QFII资格以及高峰电价上调等一系列看似利好消息,在羸弱的市场环境中根本无法实质性的提振投资者做多信心,无非使得券商、新上海、房地产等相关板块走出昙花一现的行情(华安)。短期来看市场大幅反弹的概率不大,随着中期报的即将公布,市场会进一步寻找方向(景顺长城)。在现阶段,工作重点仍是做好仓位控制,加仓还须谨慎(兴业基金)。

## 关注能源相关主题行业

今年的投资机会不管从企业的基本面以及市场的资金供求关系来看,都只能是局部性的个别机会,今年做投资会有一个非常明确的集聚效应。对通胀比较敏感的消费行业在我们的资产配置中会上升,下半年可能存在更好的买入机会(汇添富)。如果完全放开成品油和电力价格,估计会将CPI推高2.5到3个百分点,显然政府肯定不会一步到位,只会逐步放开能源价格管制。如果下半年逐步放开成品油和电力价格,石化和电力行业的利润会大幅提升。

对行业配置层面上的着重点将以防御为主,继续看好新能源行业特别是太阳能行业的相关设备公司,我们坚定认为全球目前正处于新能源领域大发展的拐点上;看好政府推动下的央企重组和资产注入,重视规模效应带来的行业集中度提高和产业升级(中海)。重点关注增长相对明确的煤炭、电力设备、医药、铁路等;高油价和节能减排相关的股票,如新能源设备和材料、太阳能、风能等替代能源;抵御通胀、受益通胀的股票,如消费类、农业类等(中欧)。

■基金视点

## 中欧基金刘杰文:通胀影响被高估 A股估值已趋合理

◎本报记者 郑焰 徐婧婧

A股市场今年以来的跌势不可谓不迅猛。截至6月19日,上证综指报收于2748.87点,较年初下跌了近48%。中欧基金研究总监、中欧新蓝筹基金经理刘杰文表示,此轮下跌,反映了A股市场中的长线资金仍然太少,投资者短线心态严重。刘杰文称,对于通货膨胀需要客观冷静的分析,通胀对中国经济和股市虽然有影响,但其影响却不应该被无限放大,目前市场已经高估了通胀的影响。而市场下跌,也令估值具有吸引力。

“如此剧烈的波动,反映出市场自身结构问题。对于A股市场而言,长线资金太少。即使以基金为代表的机构投资者也过于短视,热衷于追求短期差价。”刘杰文称。

他表示,一方面市场过于注重短期排名,给基金经理带来了莫大压力。“排名一旦落在后面,可能会丢掉饭碗。在这一压力下,下跌中即使一些长期看好的股票也不敢大举买入;而若考虑到系统性风险,率先杀跌也就不难理解了。”

另一方面,基金经理缺乏熊市经验或也影响了A股的投资风格。“在去年这一史无前例的行业大发展中,涌现出了大量年轻的基金经理。其中的很多人都没有经历过一个完整的牛熊周期,面对如此惨烈的下跌,很难不恐惧。”刘杰文称,“但对于投资而言,经验或许是最重要的东西了。”刘杰文于2006年加盟中欧基金,此前2000至2005年间担任上海申能资产管理公司研究策划部总经理。

刘杰文还表示,通胀压力或许并非全盘负面。“此轮由原材料上涨等因素带来的通货膨胀,如果控制得当,反而会加快中国粗放式经济增长方式向集约式增长方式的转变。在油价高企的情况下,以往那种靠资源和廉价劳动力成本的模式显然行不通了。”他认为,在经济高速增长背景下,中国无需也很难将通胀水平压低至欧美成熟市场的2%~3%,将通胀水平控制在5%左右的水平,反而将有助于逐步理顺价格机制。

刘杰文称,经历了此轮下跌后,A股的平均估值已经降到了20倍下方,接近美国成熟市场的水平。“考虑到中国经济仍然高增长的因素,市场估值已具有吸引力。”他表示,发售中的中欧新蓝筹基金将关注三类公司:具有快速成长能力和竞争优势,有望成为行业龙头的企业;在可预期的发展时期内,将成长为具有国际竞争力和国际影响力的大型企业;以及新近上市,已经具有行业龙头特征的国内大型企业。

■基金策略

## 易方达:通胀缓解形成阶段性机会

◎本报记者 徐婧婧

从外部环境来看,美国和欧洲经济依然处于下行通道中。美国消费者信心指数持续下滑,各类经济数据均未见转好,经济依然在下行中。另一方面,对通胀的担忧没有缓解,在前期处理危机而放松的货币政策在未来可能面临一定程度的紧缩风险,经济下行压力和货币紧缩压力依然是美欧经济下阶段的问题。外部环境依然比较严峻,这将对国内经济形成中期的负面影响。

短期而言,国内经济数据呈现阶段性转好趋势。由于内需强劲,工业增加值等数据表现良好。农产品价格回落、前期紧缩政策见效以及未来几个月的基数和季节效应的共同影响下,物价指数将在未来几个月呈现逐步回落趋势,通胀失控而硬着陆的风险大大降低,采取更为严厉紧缩政策的可

能性也在减小。

在这样的背景下,考虑到本月市场估值较上月有进一步的回落,以及相对积极的政策面,对未来一阶段市场趋势持谨慎乐观态度,不排除市场短期反弹形成阶段性投资机会。然而,因为持续高胀的PPI压力和此前各类价格管制的逐步放开带来的通胀压力,短中期政策难以有放松可能,宏观经济相对减速的趋势无法改变。更为实际的是,随着PPI的逐步传导和价格管制的放开,微观经济中很多企业面临越来越大的盈利压力,很多存在盈利低于预期的可能。这样的宏观、微观形势,也将大大制约市场的上涨空间,资本市场难以呈现逆转趋势。策略上建议还是以抵抗减速和通胀压力、业绩稳定性和持续性强、估值相对合理个股作为投资的首选,同时短期可以关注前期因物价上涨预期估值受压的行业和个股,在通胀压力缓解之后有可能形成阶段性投资机会。

## 天治:过分看空市场并不可取

◎本报记者 徐婧婧

政策面逐渐的明朗对于现阶段大幅恐慌性下跌的A股市场将形成有力支持,宏观面最坏的局面也许就是现在或未来不长的一段时间里出现,中国经济否极泰来的时刻也不会遥远。预期明确化越早,市场企稳的也将越早。但要目前摆脱弱势下滑的趋势,仅一两项政策的出台是不够的,后续连续的配套政策以及更多的场外资金的回流才是激活市场、推动反弹最重要的因素。

在现阶段,天治认为过分看空市场并不可取,宏观基本面最坏的时刻虽然还未到,但是预期正逐渐明朗,只要后续的配套政策继续沿着既定的、正确的、连

贯的思路出台,那么中国经济转型实现软着陆是完全可能的。另外,从估值水平看,整个市场不到20倍的动态市盈率水平放在全球市场比较也不能算高,A股市场已经完全具备价值投资的吸引力。对于市场参与各方来说,现在最需要的耐心和信心,而不是盲目的看空。

基于以上分析,天治认为:大盘下一阶段将在止跌企稳后呈现出震荡的走势,在此过程中,业绩增长确定性强的个股将会持续得到市场追捧。行业层面,仍然长期坚定看好能够抵御通胀与经济周期、国家政策支持导向明确的行业(包括商业零售、生物医药、食品饮料、替代能源、节能环保等)以及能够受益于价格上涨的煤炭、化工、农业等行业。

