

Fund

■每周基金视点

估值合理未必意味着上涨

◎联合证券 冶小梅

宏观压力或迎来拐点

近两个月的CPI仍将由基数效应和食品价格的季节因素主导而回落至7%以下。短期内成品油和电价上调对PPI影响大于CPI,对宏观经济来说中长期内有利于理顺整体价格体系和资源的有效配置,从而降低未来通胀失控及硬着陆风险(鹏华/上投摩根)。通过提价的措施可以在一定程度上抑制国内的能源需求,进而影响到全球需求,这将会导致以原油为代表的国际大宗商品价格的下降,全面减轻国内输入型通胀压力,对中国经济平稳转型是非常有利的(天治/信诚)。

相对于前期交易上的扶持政策,该次能源价格上涨才是真正市场化下发展经济的正确途径。虽然油、电价格的调整对企业盈利以及市场需求有一定的负面影响,但是同时也加快了企业盈利变化的速度,减少市场不确定性预期(大成)。选择在这个时点调整油电价格,也可能是政府对待通胀的态度发生了变化,比如说“与其堵不如疏”。未来油电价格的调整依然可期,不过可能还是渐进式改革(诺德)。

宏观压力有望在三季度(3Q)末以后迎来拐点(光大保德信)。假设GDP连续10年可以稳定在7.5%以上,CPI从7%逐步下降并稳定在4%,不出现重大政策风险,那么现在的3000点指数,依照景顺的数量分析到2020年会达到14000点以上(景顺长城)。

根据高盛对H股的“三阶段贴现”模型估算,H股的合理市盈率在13倍-14倍左右,A股15倍的市盈率是完全合理的,目前沪深300的市盈率约为18倍左右。如果市场如果再下跌15%-20%,则市盈率会下降到15倍左右,中长期看已有较高的投资价值(景顺长城)。目前许多银行、保险等金融类个股的估值已经接近甚至低于H股的价格,三



一重工自愿延长锁定期、外高桥高价定向增发、晨鸣B的回购,这些都反映出企业资本对二级市场投资价值的认可,如果今后能有更多企业效仿类似之举,无疑将对市场带来强大的信心(工银瑞信)。

估值合理未必意味着上涨

中国是否应当主动减速甚至不惜经济硬着陆来为抑制全球通胀作贡献,需要政府决策者进行仔细斟酌。总之,要素价格的低估不可持续,全球经济终将会减速至潜在增长水平(富国)。上调成品油价格能缓解炼油亏损,但仍不能从根本上解决问题。长期油价还得看世界经济走势,除非世界经济明显下滑,原油需求大幅下降,否则受成本支撑和供求关系偏紧影响,原油价格仍然会维持在较高位置。非理性杀跌形成的极度超跌促成了大盘的大幅反弹。但是前期制约大盘的利空因素仍未完全消除,如果没有后续的利好政策支撑,后市大盘仍将会有反复(南方)。

本次调价将推高PPI并在三季度到达接近10%的峰值(鹏华)。资源品价格的上调必将向下游传导,对

下半年下游各行业的利润趋势变化情况仍需观察(浦银安盛/中欧)。成品油、电力价格突然上调虽然超出预期,但是没有改变中长期的产业成本压力加大的趋势。未来几个季度里,制造业利润会对成本作出反应,由此引来业绩预测的下调可能还会使市场有进一步下行的空间(大成)。由于本次油价电价的大幅上调,本已形成的CPI数据缓步下行的共识再次变的扑朔迷离,投资人对市场的看法更加难以达成一致(华安)。如果因为要素价格上涨,带来全面的通胀上涨压力,市场上加息的预期有所提升(汇添富)。6月份大小非解禁量低于5月份,但影响市场更重要的指标是累计解禁但尚未出售的大小非股票,该指标仍然会走高(国联安)。市场的超跌是否已完全反映了基本面的情况,我们仍未见到一个明确的信号(国泰)。

估值的合理未必意味着上涨,对经济预期的改变将决定市场未来的走向(中海)。宏观经济需半年到一年的时间才能探底回升(信达澳银)。经济减速并引发上市公司盈利增速下滑的程度以及通胀回落能否稳定而持久,这两个问题仍然无解。

同时八月份大小非解禁的压力又将加大,且央行也许会制订“更有力”的紧缩政策,加息的可能性正在增加(建信)。逢高调整了持仓结构,仓位有所降低(大成)。我们依然维持低于基准的股票配置(中银)。

可开始关注煤炭业板块

后市看好能源上游、新能源和替代能源,如煤化工等行业(南方)。大农业,包括农药、化肥,和大能源,包括煤化工都是不错的行业(国海富兰克林)。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。虽然煤炭价格政府出台政策不允许涨价,但是由于供需情况依然紧张,价格管制我们认为最终是没有效果的。2009年煤炭的涨价预期依然强烈。而电价上涨使煤炭价格可以顺利向下游转移(天治)。看好煤炭、钢铁、医药等行业的龙头公司,以及对应的估值便宜、产品价格上涨、需求持续、能较好抵御通胀和经济下滑的公司(中银)。

■基金视点

冬季播种 期待秋天的收获

◎友邦华泰

全球投资界的偶像人物彼得·林奇曾经将股市下跌形象地比喻成明尼苏达州的寒冬。他说,股市下跌一次又一次的发生,就像明尼苏达州的寒冬一次又一次的来临一样。

中国股市正经历着这样的寒冬。进入2008年,雪灾、地震、次贷危机、通货膨胀、大小非减持……一个又一个的不利因素让证券市场经历持续的深幅调整。一时间,投资者开始对股市、对股票型基金产生恐惧心理。

从统计数据可看出,A股市场的下跌已经远超正经历经济衰退的美国市场。而对比全球市场,A股市场的静态估值水平也相对合理。沪深300指数的静态市盈率已接近2005年大盘高点时水平,A/H股的价差也在不断缩小,一些优质企业甚至出现了A/H股价倒挂的局面。

我们认为,对于有心在股市中耕耘并获利的价值投资者来讲,在冬天播种的时机已经到来。

为什么这么说呢?让我们先看美国资本市场的一个数据。从1920-2000年的80年里,股票平均每年投资收益率为11%,尽管20世纪以来发生了大大小小各种灾难,投资股票和股票型基金的收益仍然比国库券、债券、定期存单高一倍以上。

在股票投资收益率战胜其他投资品种的几十年间,股市的寒冬周而复始,时来时去。但即使是跌幅最大的那次股灾,股价最终也涨回来了,而且涨的更高。这样的经历也曾发生在多个经济体身上。为什么会出现类似的情况,个中原因并不神秘,股市是经济的晴雨表,一旦经济基本面出现好转,市场想不创新高都难。那些敢于在寒冬中播种的投资者,往往在收获的秋季,获得了惊人的回报。

我们认为,只要投资者对中国经济依然充满信心,就应该用大局观来看待股市,坚定信心,长期投资股票和股票型基金。对于投资者来说,股市下跌其实是好事,让我们又有一次好机会,以很低的价格买入优质的资产。

事实上,中国股市经过了半年左右的下跌,市场估值已合理,风险基本释放。一些先知先觉的资金已经陆续进场。三一重工、黄山旅游、有研硅股、鼎立股份等多家上市公司大股东公开承诺未来几年内不减持;而浙大网新、大众公用、大众交通等公司的大股东则相继回购公司股份。机构投资者进场的步伐也在加速,保险机构、基金、QFII纷纷在低位加大A股建仓力度。众多海外投资者依然看好中国经济的长期发展,目前已累计有近70家QFII向外管局提交申请,总规模高达200亿美元。

冬季的播种注定要充满等待。也许只有当我们在秋季手捧硕果的时候,我们才会感叹,股市寒冬是这样的平常。

■基金策略

博时基金:上游行业仍处高景气中

◎本报记者 徐婧婧

博时价值增长基金经理余洋认为,通货膨胀成了世界经济近期最为关注的大事情。同样的,A股市场投资者对于通货膨胀的关注也达到了前所未有的高度。发达国家中的美国和欧盟,发展中国家中的印度、巴西、俄罗斯,CPI数据都在不断的上升中。全球性的通胀似乎也说明了我国从去年下半年开始的通胀“并不仅仅是猪的供给少了,而是货币的供给多了”。政府上调了成品油价格和销售电价,5月份已经开始略有下降的CPI在未来几个月又面临上涨的风险。印度在我们之前上调了成品油价格,随之CPI上升3个百分点超过了11%,我国的CPI走势值得警惕。因此,短期CPI的压力还没消散,而中长期抑制通胀还得需要全球经济减速为代价才能慢慢得到解决。

回到A股市场,今年年初以来市场的下跌到目前为止主要是反应了估值泡沫的挤压。沪深300的PE水平从2007年静态来看已经下降到20倍出头了,而美国S&P500大约是16倍,同为“金砖四国”的巴西、俄罗斯、印度也在15倍左右。A股PE溢价的压力应该说已经大大减轻了。同时从PB的角度看,沪深300的PB下降到3倍左右。从估值挤压的角度看,A股市场的下跌空间已经不大。未来市场可能的下跌风险可能会出于对盈利下降的风险释放而不是估值。

从结构上看,上游行业仍处高景气中,虽然短期盈利增长受国家行政限价影响有所压低,但在通胀背景下仍然值得投资;而中下游行业在成品油和电价上调的影响下,盈利空间将进一步被挤压;炼油和发电企业由于成本高企,价格受管制,尽管有短期刺激,未来的盈利增长仍然不甚乐观。

国联安:三大因素影响中国市场

◎本报记者 徐婧婧

国联安基金投资总监石正同表示,未来市场将持续受高通胀低盈利增长的冲击,将在震荡走低中寻找底部。国联安目前的策略将以防御为主,并等待下一波牛市的机会。

从基本上来看,有几个因素对中国市场影响相对较大:(1)高企的物价水平打击市场信心。连续数月超过8%的CPI已经逐渐影响到消费者对未来的支出预期,2007年中国城镇和农村的恩格尔系数已经开始出现小幅上升,按照目前的通货膨胀水平,预计2008年的恩格尔系数将会有更大幅度的上升,而包括原油、煤炭等在内的大宗原材料价格持续大幅上涨对中游行业利润的挤压效应也越来越明显,制造业盈利水平持续回落;

(2)市场预期不明。8月份的奥运会对于政府而言是头等大事,而雪灾、地震等不可预期因素也让政府把更多的精力投入在政治方面,对于经济、股市则相对希望通过温和的手段和劝导的方式实现稳定,而事实上市场更期待政府采取更加明确和坚定的经济政策以实现预期明确化;(3)从大小非解禁新规和新基金发行看,政策层面上目前仍力挺市场稳定,大小非减持仍然是压制市场上行的中期因素。今年二月份至五月份新基金发售的数量较大,但是基金发行情况不尽如人意,对于市场的推动作用有限。总体而言,偏紧的宏观政策力度放松的可能性依然较小。

行业方面,受油价上涨和需求因素的影响,煤炭行业成为近期强势板块;此外,电信重组等央企整合的进行,新的投资题材将不断显现。

AIG 国联安
友邦华泰基金
您的一分投资 我们十分对待
友邦华泰价值增长基金
6月11日起1元面值首发
咨询热线:400-001-1666 www.aig-fund.com
或访问网站:选择新蓝筹