

2011年 成熟市场全球吸金

尤柏年

2011年，新兴市场全面进入紧缩周期，成熟市场的投资机会重新回归到资本视野的焦点。

与新兴市场相比，发达国家成熟市场具有产业结构较为全面的优势。由于经济发展阶段领先，发达国家的上市公司不但垄断了全球大部分上游资源控制权，而且控制了新兴市场国家工业化、城市化过程中所需要的先进技术和产品，因此成熟市场国家很多行业的上市公司盈利增速、周期以及股票价格是与美国、印度等新兴国家的经济周期挂钩并有超越新兴市场的表现。

资源科技装备制造受宠

据统计，成熟市场国家中的资源、科技、先进装备制造以及汽车行业的股票价格与新兴国家的经济发展关联度较高，有0.8以上的相关性。金银铜三只矿业ETF平均上涨61.5%，标普装备制造ETF上涨23.42%，欧洲汽车ETF上涨44.91%，标普半导体ETF上涨了11.7%，均大幅跑赢了上证指数-12.82%的表现。可见成熟市场这些与新兴市场挂钩产业的相关上市公司的表现不但可受益于新兴市场的发展且比新兴市场本身的资产弹性更强。

另一方面，成熟市场中的银行、公用事业、保险、医药保健以及电信行业的表现与其本身所处的经济周期挂钩。虽然目前欧元区正受到成员国债务危机的困扰，美国的失业率仍然高企，但发达国家的同步经济指标已处于谷底、领先指标处于恢复之中。从我们目前的判断来看，2011年中期或下半年美欧日可出现较好的经济增长势头，由于发达国家本轮经济调整的恢复滞后新兴市场12到18个月。因此在2011年中期可能出现，发达国家经济恢复强劲的同时，新兴市场国家却处于宏观调控高峰的情形。由于成熟市场中与自身挂钩的上述行业目前的估值和盈利水平均处于底部，一旦出现发达国家经济恢复强劲，新兴市场国家调控过度的情形，可能触发全球投资者资产配置区域轮动，资金倒流的情形。

美国经济正处于复苏蜜月

以美国为例，美国经济目前正处于次贷危机后经济复苏的蜜月期。从经济的领先指标来看，Conference Board的领先指标连续高速增长了18个月，PMI指数也已持续扩张了17个月。一旦其经济恢复的趋势确立，与发达国家自身经济挂钩的银行、公用事业、保险、医药保健、以及电信行业将出现较好的投资收益，并为国内投资者带来分散风险的配置作用。

由于目前美国经济处于低利率、低通胀、高增长的环境之中，因此股市的上涨可同时受益于股市估值倍数的扩张以及企业盈利增长的双重推动，因此相对于新兴市场的低利率、高通胀、负增速的环境，美国的股市更具吸引力。从美国两大股指的结构来看，我们更看好NASDAQ100指数的表现。由于在经济周期前期，通常企业资本支出会有比较大幅的增长，而NASDAQ中拥有全球最优秀的科技类上市公司，由于目前全球企业的IT升级周期因为经济危机的影响已滞后了两年，因此2011年已显现了企业大幅增加IT开支的趋势。另外一个我们看好NASDAQ100的原因在于，2011年将是PC设备转向移动设备，社交网络大批上市的元年，我们认为由于新技术和新商业模式的出现，NASDAQ今年的估值倍数将会有显著的提升。

(作者系华宝兴业成熟市场动量优选基金拟任基金经理)

观点集锦 | Points |

紧缩政策仍将继续

央行加息突如其来，多数基金认为此次央行加息在市场意料之中，普遍认为本次加息之后，紧缩政策仍将继续，不能将此次加息认为是靴子全落地。

部分基金认为，正是因为国内经济基本面良好，央行才敢于动用利率工具来进行通胀管理，因此可以认为管理层有证据相信中国经济的中长期走势是较为稳健的。短期内，加息或对股市将造成一定压力，但中长期A股走势仍然值得期待。

广发基金认为，本次加息意在控通胀及负利率，对银行的息差有负面影响但影响不大，不应该大幅杀跌。短期管理通胀预期的因素更重，将对有色、煤炭、房地产、钢铁、建材等形成压力。另一方面，调整也是机会，看好有色和农林牧渔。从长期来看，即便经济仍然不稳固，加息仍然意味着经济底部的确认。

国泰基金认为，1季度大概率会呈现震荡格局。尽管通胀水平是市场关注的焦点，但从现在的情况来看，很难预测，受春节等因素影响，至少2月份不是一个观察的好时点，如果通胀率持续攀升，我们建议可以暂时回避减仓。

汇添富基金认为，良好的经济增长前景和极致的市场表现说明目前市场已经很大程度上包含了各种负面因素和预期，因此从中期看对市场无需过于悲观，依然坚持从中长期看大盘上涨空间明显大于下跌风险的观点。(吴兴)

价值投资的春天即将来临

程世杰

2010年我国证券市场在国内经济转型的大背景下走出了一轮剧烈的分化行情，大盘蓝筹股被市场抛弃，中小市值股票受到追捧，主题投资盛行，价值投资遭遇低谷，市场期盼的风格转化迟迟没有发生，大小盘的估值差异之大、持续时间之长前所未有。

在这样的市场环境下，一些投资者开始质疑价值投资的有效性。其实，这都是对价值投资的误解，在价值投资中，成功的代价往往需要提前支付。格雷厄姆说过，要想通过买入一直受到忽略因而被低估的股票赚钱，通常需要长期的等待和忍耐。凯恩斯也说，与你偿付债务能力的时间相比，市场保持非理性状态所持续的时间更长。因此，

不能仅仅因为一段时间的表现不佳就怀疑和迁怒于价值投资。

真正的价值投资者并不惧怕下跌。正如约翰邓普顿所说，最悲观的时候就是最好的买入时机。

2010年的A股市场很像上世纪美国网络股泡沫时期的表现。20世纪90年代后期的网络股投机狂潮中，优秀公司如保险、银行和房地产公司的股票以低得难以置信的价格交易，而那些没有盈利转机的公司却以数十亿美元的估值交易，当时坚持价值投资的巴菲特和老虎基金的朱力安罗伯逊因表现欠佳而招致大众的批评，老虎基金甚至因此解散。而具有讽刺意义的是，2000年3月以后，网络股就开始暴跌，很多股票下跌超过90%，纳斯达克下跌超过60%，而伯克希尔哈撒韦的股票却增值了40%。

经过20年的快速发展，我国证券市场已具有相当的规模，2010年末流通市值和总市值分别达19万亿元和26万亿元，大市值股票的估值水平已经和国际水平接轨，银行、保险、钢铁等的股价比香港还要便宜很多。价值投资者都是便宜股猎手，也只有在这样的估值水平下，价值投资者才有真正发挥才能的空间。

为了应对百年一遇的金融危机，各国政府都不约而同地选择了超发货币的方式，随着经济的逐步恢复，这必将导致通货膨胀加剧。从我国经济发展来看，经过过去30年的高速增长之后，原有的发展方式也基本走到了极限，出口的约束、环境的限制和劳动力供应的变化等都将增大通胀的压力，今后一段时期，货币政策的紧缩也是可以预见的。历史经验告诉我们，在通货膨胀、政策紧缩的背景

下，股票市场鲜有较好表现。1973年~1982年间，由于石油危机等因素的影响，美国经历了有史以来最为严重的通货膨胀，CPI上涨一倍，年均上涨接近9%，1979年通胀率达13.3%，陷入滞胀，股票市场也一路下跌，1978年至1982年，道琼斯指数的市净率降到了1以下，而那时的通胀率一直处于13%~19%，这一估值水平只在1929年~1933年的经济危机期间出现过。1979年8月的美国《商业周刊》曾问道：“股票死了吗？”也就是在那一年，保罗沃尔克就任美联储主席，他开始非常坚定地实行从紧的货币政策，从通过联邦基金利率来逐日管理利率转变到使用基础货币来作为标尺进行管理，导致利率大幅上升，银行优惠贷款利率最高达15%，之后通货膨胀逐渐得到控制，利率开始不断下降，1982年以后，美国股票市场

迎来了长达18年的牛市。

因此，无论从市场规模、政策环境还是资金供求等方面看，我们认为未来一段时间很难看到一轮大的牛市，但我们对市场并不悲观。首先，价值投资者本身就是理性的乐观主义者，只有这样才能做到在别人恐慌时买入，在别人贪婪时卖出。其次，我们对中国经济的未来发展仍然充满信心。最后，从长期看，各国政府都存在超发货币的现象，货币贬值不可避免，股票市场的估值重心也在不断上移。

价值投资者并不排斥成长。我们相信，随着市场规模的不断扩大和估值水平日趋合理，价值投资者不论是从价值低估的角度或者从价值成长的角度都将能挖掘到越来越多的投资机会，价值投资的春天或即将来临。

(作者系鹏华基金管理有限公司资产管理部总经理)

圆桌 | Round Table |

农业板块投资机会在一季度

证券时报记者 方丽

农业股通常是春天的投资主题，近期表现也比较强势。遭遇黄淮、华北旱情之后，一季度农业板块将如何演绎？如何投资布局？本期圆桌论坛邀请了南方小康基金经理杨德龙、诺安灵活配置基金经理夏俊杰、民生加银投资副总监兼民生内需基金经理陈东来共同探讨农业股的投资前景。

证券时报记者：黄淮、华北旱情引发农业预期升温，近期农业股表现比较强势，这是短期机会还是长期机会？

杨德龙：农林牧渔板块在国际农产品价格上涨、干旱天气造成减产预期以及政策扶持的影响下大幅上涨。在当前通胀形势不容乐观的背景下，以农业为代表的资源类行业将会反复表现，相对大盘具有明显超额收益。

夏俊杰：农业股的强势不仅与东北旱情相关，国内外粮价将持续稳定上涨的预期是推高农业股业绩和估值的根本原因，而这种预期本质上是由我国人均农业资源禀赋短缺造成的，这种趋势还将持续一段时间。

陈东：近期旱情使得农产品价格在春节期间上涨较为明显，农业股从而获得短期的主题投资机会。此次旱灾主要影响冬小麦，预期减产带动小麦价格走高；并通过粮食替代交互影响，带动相关其他作物价格坚挺，传导至资本市场利好种子板块。一般来说，自然灾害是较为短期的影响，但近年来，全球自然灾害的发生越来越频繁，使得年年都有较为严重的自然灾害驱动农产品价格的上涨，影响资本市场。

证券时报记者：您如何看待农业在中国经济转型这一大背景下的前景？未来政策上是否会加大支持力度？

杨德龙：今年，在农产品价格

杨德龙：历史上看，一季度往往是农业板块表现最好的时候，两会之前会不断出台利好农业的政策，推动农业板块的上涨。

夏俊杰：种子板块是未来3至5年内转型最快的子行业，盈利模式独特并有业绩支撑的公司是长期更好的投资标的。

陈东：农业板块值得长期超配，种子、制糖和养殖行业将具备较好的投资机会。

大幅上升、中国经济转型的大背景下，促进农业生产，保障农产品供给将成为政策的主要关注点。历史经验表明，农业板块的走势和农产品价格有很强的相关性。两会之前，对农业扶持性的政策将密集发布，有望对农业生产相关行业形成实质利好，农业板块有望迎来新一轮上涨行情。

夏俊杰：未来5至10年我国农业将步入转型加速期。粮食安全是关系国计民生的大事情，中国粮食供应紧张平衡局面一直持续至今。提高农业生产效益和经济效益成为政府重点考虑目标，这将成为主导我国农业未来发展的主要趋势，国家必将加大政策扶持。

陈东：农产品的上涨将会持续较长的时间，虽然国内的货币紧缩政策可能对价格的上涨幅度有一定影响，但不会影响农产品价格上涨的大局，未来政策仍将继续大力扶植农业的发展。

证券时报记者：在整个农业板块上，您认为哪类企业一季度更具投资机会？

杨德龙：考虑到2011年农业



资料图

政策的首要任务在于维持农业生产，保障粮食供给，政策的着力点在强化基础，即加强水利和种子的建设和发展，建议重点关注受益于农业利好政策、即将进入消费旺季的种业，受益于生猪价格上涨和规模化养殖的畜牧业，以及受益于干旱和政策扶持的水利板块。

夏俊杰：种子板块是未来3至5年内转型最快的子行业，短期对整个农业板块具有一定的风向标意义，但从中长期看，那些竞争力明显，盈利模式独特并有业绩支撑的公司是更好的投资标的。

陈东：种子、制糖和养殖行业将具备较好的投资机会。从某种意义上说，过去的中国农业属于“化肥农业”，而这种模式存在着较大的弊端，中国农业发展模式的转变有迫切的需求。因此，种子行业的长期发展机会非常明显。新榨季白糖供需缺口或达200万吨，白糖价格高位运行的走势有望延续，相关上市公司业绩明确，投资机会显现；下游养殖业收益持续乐观，猪肉、鸡肉、鸭肉价格上涨趋势确立，同时上游玉米等原材料价格涨势趋缓，将支持养殖行业景气持续

回升。

证券时报记者：您在一季度如何布局农业板块，是标配、低配，还是超配？

杨德龙：由于看好一季度农业板块的表现，我们在春节前即进行了布局，大幅超配了农业板块。从历史上看，一季度往往是农业板块表现最好的时候，主要是两会之前会不断出台利好农业的政策，推动农业板块的上涨。今年一季度还有干旱、通胀、涨价等利好因素的刺激，农业板块的表现可能更加出色。

夏俊杰：在农业板块里，会自下而上的选择兼具“成长”和“价值”属性的公司进行中长期配置，但并不愿参与板块的投机炒作。

陈东：长期来看，由于农产品的价格上涨趋势明确，相关公司显著受益，行业景气将持续较长的时间，因此我们认为，农业板块值得长期超配。但短期来看，农业板块上市公司大多治理水平不高且估值较高，与其他行业比较，非系统性风险较高。因此我们一季度给予“标配”的评级，同时寻求提高配置比例的机会。

静观通胀形势 等待机会到来

程涛

2011年2月8日，中国人民银行决定从2月9日起上调金融机构人民币存款基准利率0.25个百分点，这是2010年10月份以来第三次上调基准利率，显示出央行控制物价水平上涨的决心，也从另外一个方面折射出当下通胀形势的严峻程度。



目前的通胀形势成因非常复杂，这也就加大了控制通胀的难度。首先，美国经济目前显现出较为明显的复苏势头，从房地产、消费及制造业的数据来看，都可以确认这一趋势。全球第一大经济体的复苏给大宗商品市场注入活力，从去年末以来，铜、原油等商品都表现出持续上涨的动力，这加大了我国作为制造业大国的成本压力。第二，农产品价格经过2008年以来的调整，目前已经步入了上升通道，因为其具备的库存、天气等属性因素，以粮食为代表的农产品在一段时期会表现出供给刚性，短期内无法填补供需缺口会导致价格持续攀升，从而带来通胀压力。第三，

最为根源的是2008年危机后的超量宽松货币政策，造成货币滥发的情况，其后遗症正在显现，尤其是我们国内的情况更为严重。目前中国的M2总量为70万亿元人民币，美国的M2总量相当于人民币60万亿，但是美国的GDP规模却是中国的2.5倍左右，这种货币总量和经济总量的严重不匹配，必然导致物价水平攀升。

针对目前的通胀形势，央行先后多次使用数量和价格工具对流动性进行管控，但效果并不理想。从短期利率shibor隔夜拆借利率来看，最高攀升至约8%的年化水平，这代表了短期流动性几乎枯竭的现实状况。但与此同时，2011年1月的银行信贷水平仍然无悬念的超万亿，通胀水平

预计在5%以上，楼市及大宗商品市场的价格仍然维持高位，调控的结果表现为冰火两重天的局面。控制通胀和保持经济健康平稳发展的双重目标，给政策取舍带来较大的难度。

回到A股市场来说，我认为目前的大盘蓝筹股估值水平已经处于历史较低的水平，但同时中小盘股票的估值水平处于向合理中枢回落阶段，市场整体表现具备一定的安全边际。但受制于当前通胀形势的扑朔迷离和政策的不确定性，短期也缺乏上涨动力，只能震荡等待，因此，我们需要静观通胀形势的发展及海外复苏的情况，等待机会的到来。

(作者系农银策略价值、农银中小盘基金经理)

在迷雾中寻找确定性

蔡晨

2011年，通胀、货币政策、海外发达国家量化宽松何时退出，都影响着整个A股市场。在政策相对无序的情况下，A股市场的走势更难以把握，整个2011年的投资将会在迷雾中摸索前行。

首先，2011年的货币政策不明朗，上半年因为通胀因素，将会执行趋紧的货币政策，但是到了下半年，如果CPI下降和趋紧货币政策对于实体经济的影响，货币政策或许会有所改变。其次，2011年中国的货币除去需要考虑到国内形式也需要考虑海外发达经济体的行为，自2010年起新兴市场国家的量化宽松退出政策与发达国家的持续量化宽松形成了鲜明的对比，而2011年，国际市场的货币政策已经形成了中国的紧缩与美国的量化宽松角力的局面，这也是为何今年的货币政策没有明确定调的最主要原因。最后，要关注黑天鹅事件，目前市场对于欧美年内加息的预期并不强，但不排除欧美年中开始逐步释放2012年的退出信号，甚至欧洲先于美国在2011年就进行加息。欧美的退出很可能是中国适当放松货币政策的诱因，黑天鹅事件的发生，有可能形成全年最重要的转折点。

在如此复杂的形势下，2011年的投资将会受到相当多外在因素影响，表现为指数波动大，而且走势与CPI的走势关联度高。但是我们依然能够看到国家投资明确的方向以及部分行业明确的增长空间，年初以来高铁概念股股票的涨势正是符合这个方向。

除去高铁外，我们还要看到以下几方面的投资机会。首先，中国在改善农村生活环境下将持续投资机会，包括农村水利建设、农村宽带建设，以及粮食收储价格的提高。

其次，中国出口产品未来的改善空间，从最初的简单加工逐步开始向高附加值产品过渡，高附加值产品的出口还是要以先进技术为基础，中国新一轮的增长点最终会因技术进步而启动。正是因为这一点，笔者对于中长期国内科技企业的发展抱有信心。

另外，我们要看到世界贸易格局的变化，新兴市场国家占比在逐步提高。如正泰电器，与施耐德公司达成全球技术和解后，在新兴市场国家的份额稳步提高，中国的空调企业近乎垄断了新兴市场国家份额，整个行业的出口将完全走出经济危机的影响。从全年的角度看，目前具备高成长的企业，很多估值在25倍-30倍，未来3年复合增长率能达到35%-40%，笔者相信这类拥有真正全球竞争力技术的企业将给投资者带来丰厚的回报，确定性的成长股将会是获取正收益的保障。

(作者系华安基金管理公司策略师)

