



美国企业资产负债表上的现金储量达到了历史最高的水平，特别是一些跨国公司的资产负债表上存放了很多现金，因为经济前景不明朗，企业不知道该怎么做投资，资本开销受控制很严，现金存量非常大。这种情况不仅出现在美国，全球的蓝筹公司的基本面状况都非常好。

美国企业现金储量达历史最高水平

编者按：近期以来，随着美国经济的复苏，美股走势良好，美国经济今年将有怎样的表现？美国企业的盈利水平如何？证券时报记者采访了美国普信集团大中华区总裁林羿博士，他就相关问题作出了深刻的剖析。

证券时报记者 杨波

证券时报记者：近期以来，美股表现良好，您怎么评价美国经济的复苏？

林羿：回顾2010年，市场一直处于震荡中，微观的向好与宏观的不确定性形成了鲜明的对比。事实上，过去一年微观基本面非常好，但宏观面坏消息不断，欧债危机、美国失业率居高不下等问题，令投资者担心世界经济出现衰退。在日本，国债与GDP的比例已达200%，欧洲是100%左右，美国接近90%，的确令人担心。各国采取了不同的应对方法，欧洲采取了紧缩政策，美国则采取量化宽松政策，这增加了全球经济的复杂性，令投资者更加迷惑，看不清方向。另外，美国监管机构出台了一系列医药卫生、能源与金融方面的新政策，其影响尚在评估之中，也增加了宏观经济的复杂性。宏观面的问题使大家出现了不合理的悲观情绪，很多资金从股票转投到固定收益资产上，去年底开始转回到股票投资。

但企业微观面的情况令人乐观，美国企业资产负债表上的现金储量达到了历史最高的水平，特别是一些跨国公司的资产负债表上存放了很多现金，因为经济前景不明朗，企业不知道该怎么做投资，资本开销受控制很严，现金存量非常大。

在上市公司层面，出现了很多鼓舞人心的迹象，首先是生产力连续三年不断增加，公司盈利率不断增长，还有几乎达到历史最高水平的现金存量，这种情况不仅出现在美国，全球的蓝筹公司的基本面状况都非常好。因此在震荡的市场下，潜藏了很多投资机会，在全球范围内，很多公司的估值都非常有吸引力。

相当高的现金存量是刺激美国经济发展的重要因素，未来企业要发展，必然会增加资本开销、更新设备、并购、招聘员工等。当然，从政府、消费者的角度看，还会有阻力，因为政府与消费者都在降低债务、减少消费，这减慢了经济复苏的步伐，但美国经济复苏的趋势是不可逆的，不会出现二次经济危机或者萧条。总体上，由于消费者、政府紧缩开支，复苏还比较脆弱，比较容易受外部宏观因素的打击，如果出现爱尔兰危机，市场还可能出现大幅波动。从微观的角度，公司会继续严格控制开销，但在并购与资本开销两方面会有所放松，2011年，企业的盈利率会继续保持良好势头，投资者对企业的盈利期望值开始回升。

证券时报记者：能否预测今年美国经济的表现？

林羿：在过去的5个季度，美

国GDP增长3%左右，估计2011年平均保持在2.8左右，总体上比较疲软，但复苏的势头将会保持，不会出现二次危机和滞胀，美国的失业率会降到8.5%比现在降1个百分点，没有通缩的风险。通胀仍然很低，预计CPI增长1.75%，剔除石油能源后，CPI在1.25%左右。

影响美国经济复苏的两大因素，一是房地产，房地产复苏是经济复苏的最大动力，近一年半来，新的房屋的建设已经开始稳定下来，有回升的迹象；二是劳动力市场，经济危机后，各大企业都在缩减开支，造成大批员工被解雇，使美国失业率居高不下，现在，私人企业的就业率开始回升，医疗卫生、金融服务业、商业、运输业等都在不断增加就业。不过，政府大量减债，包括减雇政府工作人员，对失业率降低产生了很大的阻力。总体看，就业率回升缓慢会影响消费的回升，过去两年美国个人储蓄率有所增加，最近两个季度个人储蓄率平均达到6%的水平，长期到7%-7.5%。在2007年，美国平均家庭的负债与收入比是125%，2010年降到110%，房地产方面不会有太大的活力。

证券时报记者：美国有没有第三次量化的可能？

林羿：有可能。如果美国经济没有明显增长，美联储会不惜使用第三次量化宽松政策，进一步刺激经济。我们预计失业率今年会下降，核心的通胀在1%左右，但如果美联储觉得还不够，想见到较高的通胀率，就会采取第三次量化宽松政策。

证券时报记者：对今年美股的表现，您是否乐观？

林羿：在过去两三年，美国国内股票表现不如国际型股票或美国以外的市场，2011年可能会是一个转折点。目前美国国内股票的估值很合理，2012年的动态市盈率才12.89，我们预估从现在到2020年的平均市盈率是16.9倍，现在明显偏低，是选股的好机会。相信在新的一年投资于股票会好于固定收益。

新兴市场过去表现比发达国家好，但新兴市场在快速增长后，面临相当的通胀压力，2011年，发达市场经济的复苏会继续，会有比较好的表现，发达市场的表现可能将好于新兴市场。

证券时报记者：在具体的投资方面，你们会采取什么策略？

林羿：我们的判断是，2011年发达市场将好于新兴市场，大盘股好于中小盘股，增长型股票好于价值型股票。

过去10年，大盘价值股的表现比大盘增长股好，2010年四季度，大盘增长型股票的表现开始超过大盘价值型股票，通常的情况是，在经济危机时，价值型股票表现好于成长型，在经济复苏时，增长型股票则会有更好地表现，而目前美国正处在经济复苏的初期阶段。大盘股过去三年不如中小盘股，但最近大盘股开始有更好地表现，因为新兴市场表现强劲，跨国公司受益于新兴市场的发展，所以，大盘股表现会好于小盘股。

震荡的股市会给我们创造更多很好的机会，也为注重基本面研究的资产管理公司提供了很好的买入时机，在市场下跌时一些质量很高的股票也会下跌，给我们挑选个股提供了很好的机会。

长城双动力基金经理阮涛：

寻找牛股 把握成长和估值

证券时报记者 杜志鑫

兔年刚刚开局，在众多公募基金新一年的赛跑中，阮涛管理的长城双动力基金可谓一匹黑马。在采访阮涛后记者发现，黑马的背后，偶然中有必然。

从阮涛的投资逻辑看，他的投资是严格把握了成长和估值，所买的股票既要足够便宜，又要有稳定的增长保证，在保证进出有序和严格的投资纪律的情况下，又经常勤奋调研，善于从生活中发现和佐证投资机会。

踏准节奏

去年末至今年初的三个月时间，A股市场总体表现一般，沪深300指数下跌0.43%，中小板指数下跌7.8%，长城双动力基金净值却逆市增长5.97%，在银河证券标准股票型基金3个月净值增长率排名第五。截至2月18日，长城双动力基金今年以来净值增长6.57%，在银河证券标准股票型基金净值增长率排名第三。

阮涛表示，从去年下半年至今年初，他们对市场的总体判断是震荡调整，没有大的投资机会，便宜的周期股银行和地产都有负面的制约因素，银行主要受制于地方融资平台，在没有明确、清晰的解决方案之前，银行难有起色，地产主要受制于高房价以及相应的高强度调控措施。在此背景下，他要寻找的就是估值和成长相匹配的具有足够吸引力的股票。经过调研和论证后，他从去年7月就开始关注高铁类的股票了。

从长城双动力公布的2010年四季报看，中国北车是长城双动力第一大重仓股，去年四季度末中国北车占长城双动力资产净值9.51%，中国南车是长城双动力第四大重仓股，占该基金资产净值比例9.06%。从去年末和今年初的行情看，中国北车和中国南车的强势启动对长城双动力基金的净值增长起到了火车头的作用。

把握成长和估值

每个基金经理都有自己的选股风格，有的基金经理偏重宏观，坚持自上而下，有的基金经理偏重于选择个股，坚持自下而上。阮涛即是后者，他对自己的定位就是自下而上，选择好股票。谈起阮涛，了解他的专业人士都会说：“他的个股挖掘能力很牛……”。过去二三年，他挖掘了很多牛股，在这背后，他的逻辑和投资纪律就是把握成长和估值。

基金观察 | Fund Watch |

路遥知马力 日久见真金

股票型及混合型基金最近三年回报透视

证券时报记者 朱景锋

从2008年到2010年三年时间，沪深股市经历了2008年的大幅下跌，2009年上半年的反弹与2010年的震荡。过去三年股市的急剧变化，成为磨练基金经理投资能力的最好舞台。路遥知马力。三年时间足以表现出基金经理的投资能力，天相投研统计显示，在股票型和混合型基金中，分别有8只和19只过去三年取得了正收益。股票型基金的三年累计收益率前三名分别是华夏复兴、泰达合丰成长、泰达合丰周期，收益率分别达46.94%、27.27%和11.7%，华夏优势增长以10.81%的收益率位居第四名，银华富裕、国泰金鹰、兴业全球、交银成长等也保持了正收益。

仓位更为灵活的混合型基金在下跌市中更具优势。华夏大盘精选以74.92%的收益率夺得混合型基金三年回报第一名，金鹰中小盘、嘉实增

阮涛在采访中多次强调，他选股的主要标准就是增长确定、估值具有吸引力，以去年他对高铁的投资来看，就是典型的“成长+估值”方法的产物。

他说，在去年下半年看，虽然中小盘股票增长确定，但是估值太贵，而在扫视了A股市场一番之后，只有高铁股票符合“增长确定、估值具有吸引力”的原则。

他解释，此前市场对于高铁具有较深的误解，大多数人认为高铁股票的业绩拐点在2012年，但事实并不是如此。

首先高铁除了目前的武广、京沪等高铁干线之外，还有数量庞大的城际高铁市场，国内市场的持续需求远超预期。其次，此前市场在投资中忽视了高铁计划的招标，对招标的估计偏保守，很多线路的实际采购量都大幅高于预计招标量。三是从需求看，除了庞大的国内需求，还有海外市场的需求，中国公司在高铁的领先竞争力和国内高铁

机会来自低估值与确定增长

证券时报记者：今年遭遇干旱，再加上CPI本来就在高位运行，对于今年的通胀形势怎么看？未来会如何演变？

阮涛：从中长期看，农产品的供应增长将比较缓慢，再加上农产品容易受极端天气影响，农产品价格上涨有一定的刚性成分；从中国经济的发展阶段看，工资成本的上升也是刚性的，因此，居住、生活成本都在上升，这些由成本推动的通胀不可能在短期内得到解决。

其次，中国经济发展方式正由此前的鼓励出口到现在的鼓励内需，政府也计划制订更有利于居民收入分配的政策，过去财政收入上升太快，而居民的收入增长相对缓慢，内需受到限制和影响。因此，未来居民收入增速的上升是大概率事件，通胀不会很快下来。

证券时报记者：对今年的货币政策怎么看？对于资本市场有何影响？

阮涛：通胀不下来，加息和紧缩的货币政策是必然的。通胀太严重，将会严重影响到普通老百姓的生活，因此，今年货币政策的紧缩预期是比较明确的。

市场的示范效应，使得中国公司有望走出国门，面向广阔的海外市场。四是高铁机车除了庞大的新增市场外，伴随着相当容量的维修保养市场。五是核心竞争力来看，国内高铁行业技术全球领先，无论性能还是成本，都领先于其他竞争对手。而其在去年7月份以5元左右的价格投资高铁相关企业，当时的动态市盈率是12倍左右，未来5年可以保持30%左右的增长，加上又是具有全球竞争力的公司，这样的投资是阮涛最喜欢的投资。

站在现在的时点上，阮涛认为未来配置的主线仍是低估值和确定增长的公司。

勤奋的草根调研者

作为买方的基金经理，除了基金公司给基金经理配备的强大研发团队外，卖方的券商研发团队也会给基金经理提供研究报告，基金经理每天都有读不完的股票推荐报告，不过阮涛仍然是一个勤奋的草根调研者。

阮涛告诉记者，他每个月都会出

机会来自低估值与确定增长

在紧缩货币政策的影响下，资本市场的流动性将受到影响，这将对资本市场起到抑制作用，控制信贷、加息等政策对市场是负面影响。

证券时报记者：对于目前A股的结构性能怎么看，一方面是中小盘估值较高，一方面是地产银行等板块估值便宜却难有表现？

阮涛：2010年中小板和创业板相对大盘股的估值张力达到了最近10年的新高，中小板和创业板估值泡沫明显，大盘蓝筹股遭到了大部分投资者的抛弃。在投资的长期历程中，2010年堪称非常特殊的一年，是价值投资者的炼狱之年。过去1年是大小盘股估值张力的极致，大盘股的估值下降，中小盘的估值往上升，达到历史牛市的顶点水平，存在明显的泡沫，这是难以持续的。

从静态来看，银行的估值十分便宜，往下的风险不大。银行的制约因素主要是地方融资平台，只有在地方融资平台的风险明显释放、或地方融资平台的解决方案清晰、宏观经济周期开始新的上升，银行才会有较为确定的投资机会。目前，银行作为市场

去调研两三次。他举例说，为了佐证对高铁的投资，国内的武广、沪宁、沪杭、京津等高铁线路他都亲自坐过，在经过亲身体会后，他认识到，高铁对人们出行方式的改变是革命性的，随着高铁的铺开，未来高铁将成为普通居民的主要出行方式之一，这更坚定了他对高铁的投资。

阮涛在采访中还说，他比较注重市场之外的因素，做投资最容易受到市场波动的影响，跳出市场的最好方式就是草根调研，去了解公司、了解行业、了解管理层，这比在家做功课更有用，对公司的理解和感受也与在家做案头工作的了解程度不一样。他强调：尽量少关注市场，多关注公司。”

阮涛还说，投资就是要找便宜的东西，要有足够大的安全边际，不要过度判断市场，从过去历史看，判断短期市场走势很难。

阮涛最开始从事证券行业是在长城证券，2002年加入长城基金，经过10多年的磨砺，他对市场和投资的理解更为淡定。

机会来自低估值与确定增长

最大的权重板块，长期价值显现，我们密切关注制约大金融板块的系统因素，因为这将决定市场的转折。

至于房地产板块，静态来看当期估值便宜因而下跌风险不大，但目前房价处在高位，政府政策和银行信贷对房地产的态度与2009年年初相比完全相反，提高利率和收紧信贷构成房价调整压力，房地产的泡沫是存在的，并且有破灭的风险，因而动态来看，很难在这个时点上对房地产板块形成乐观的预期。

证券时报记者：在多方因素交织的情况下，您在股市会采取何种投资策略？哪一些领域可能有机会？

阮涛：2011年的投资机会，应该来自足够低的估值与确定增长交集的板块和公司中，由于经历了最近两年的充分挖掘，再加上今年面临的宏观环境和流动性状况明显不利于股票市场，今年的选择相当困难，重要精选优势行业中的优质个股。

总体上，我们看好高端装备的高速铁路设备、核电装备、海工装备、煤炭装备，另外，还有部分汽车股的超预期增长、水泥和水泥装备的超预期增长、消费服务中的部分个体超预期。

部分股票型基金三年表现 (2008-2010)

序号	基金简称	三年累计收益率(%)
1	华夏复兴	46.94
2	合丰成长	27.27
3	合丰周期	11.7
4	华夏优势	10.81
5	银华富裕	9.93
6	国泰金鹰	3.98
7	兴业全球	2.81
8	交银成长	1.53
9	银顺增长2	-0.24
10	泰达精选	-0.54
11	信诚成长	-1.2
12	长城久富	-1.25
13	银华优选	-1.51
14	嘉实价值	-1.55
15	工银价值	-1.93
16	国富弹性	-2.28
17	广发股票	-2.32
18	富国天惠	-2.71
19	华夏行业	-3.26
20	银顺增长	-5.17
21	华夏增长	-5.21
22	华夏收入股票	-5.52
23	建信恒久	-5.99
24	银华优质	-6.3
25	上投内需	-6.77
26	瑞福优先	-6.79
27	东吴动力	-7.37
28	工银成长	-7.63
29	长盛同德	-7.99
30	国富潜力	-8.37
31	汇丰龙腾	-10.27
32	华安红利	-10.61
33	富国天益	-10.94
34	国泰金牛	-11.12
35	国投创新	-11.41
36	海富通优势	-11.47
37	万诺精选	-11.73
38	中银增长	-11.87
39	添富均衡	-12.48
40	添富焦点	-13.46
41	华宝动力	-13.92
42	富国天博	-14.2
43	大成成长	-15.3
44	长城消费	-15.44
45	博时产业	-15.48
46	工银红利	-15.91
47	南方绩优	-17.49
48	合丰稳定	-18.71
49	南方领航	-18.88
50	领先增长	-18.91

部分混合型基金三年表现 (2008-2010)

序号	基金简称	三年累计收益率(%)
1	华夏精选	74.92
2	金鹰中小盘	38.92
3	嘉实增长	21.42
4	中银中国	18.09
5	博时平衡	14.7
6	华夏红利	13.36
7	富国天惠	10.51
8	嘉实服务	9.96
9	大摩资源	9.73
10	华夏回报	8.01
11	华安配置	6.76
12	宝盈消费品	5.97
13	鹏华成长	5.73
14	嘉实主题	3.27
15	宝石动力	2.52
16	中海成长	2.46
17	信诚四季红	2.45
18	交银稳健	1.9
19	嘉实策略	0.81
20	富国天源	-0.58
21	华夏回报2	-0.87
22	银河稳健	-1.09
23	银河景气	-1.27
24	华夏经典混合	-1.29
25	华夏蓝筹	-2.21
26	中银收益	-2.32
27	兴全趋势	-2.34
28	华夏成长	-2.98
29	方正价值	-3.12
30	汇丰策略	-4.53
31	长盛成长	-4.7
32	国富精选	-5.14
33	广发精选	-5.54
34	国富收益	-5.92
35	国泰金鼎	-6.26
36	招商双债	-6.53
37	富国天禧	-6.84
38	方正成长	-6.89
39	天治价值	-7.75
40	鹏华50	-7.9
41	盛利精选	-8.7
42	华夏蓝筹	-8.88
43	鹏华双债	-9.18
44	海富通精选	-9.44
45	泰达效率	-9.55
46	大成价值	-9.55
47	华商领先	-10.33
48	嘉实优势	-11.48
49	海富精选2	-12.23
50	华泰成长	-12.88

朱景锋/制表