

## 华泰柏瑞汪晖： 当前估值具备修复动力

证券时报记者 程俊琳

对于今年的A股市场，华泰柏瑞投资总监汪晖认为，尽管当前市场看空气氛蔓延，但并不悲观。相反，调整的低点就是今年市场投资良机。

汪晖表示，当前看空市场的典型逻辑是，货币政策的连续快速紧缩导致市场对流动性预期产生逆转。因此，在其他外部因素不发生变化的情况下，市场再度走强的首要条件就是投资者对货币政策预期再次方向性的根本扭转。但是，从3-6个月时间区间来看，紧缩货币政策转向概率较低。总体来看，目前推动A股市场中长期趋势性上涨的关键驱动因素依然缺失。

汪晖认为，从政策背景看，这几年共同的特点是通胀上升趋势强烈，货币政策持续收紧。央行运用各种工具收流动性，控制信贷投放。从历史经验看，在宏观政策紧缩环境下，处于流动性收缩期的市场估值水平受到压制，市场可能难有大的作为。

但是，汪晖认为，从估值、实体经济是否过热、国际环境等背景看，如果考虑2011年的成长性，目前估值已经过度反应了流动性紧缩预期，估值有向上修复的动力。其次，实体经济本身并没有表现过热，从全年角度看，调控效应将逐渐产生，通胀和房价是可控的，不会对宏观经济产生破坏性影响。再次，今年国际经济从底部向上复苏，特别是中国两个主要出口市场美国和欧盟经济复苏态势明确，不会出现“双杀”的系统性风险。

因此汪晖认为，短期而言，政策紧缩对市场构成压力，短期调整是正常反应，但这种调整不是系统性问题，相反，调整的低点可能就是今年市场投资良机，投资者要做的就是判断时机，精选个股，布局未来。

## 大摩华鑫袁航： 精选个股 兼顾市场

证券时报记者 杜志鑫

2011年初股指震荡，投资者难以分辨出市场走势。在这种环境下，证券时报记者采访了摩根士丹利华鑫基金研究总监、大摩消费基金经理袁航，袁航就当前大摩消费基金的建仓和未来的投资策略等方面进行了分析，指出“精选个股，兼顾市场”是其主要的投资策略。

去年12月份，消费类股票在阶段性估值压力下，整个板块的调整幅度均较大，出于对市场的谨慎看法，当时基金配置较少，因此没有遭受较大的损失。进入今年1月份以后，市场有非理性的情况出现，泥沙俱下的过程能够给具备长远眼光的投资者带来机会，因而大摩消费开始对跌幅已经很大且基本面坚实的消费类个股在低位进行了战略性布局。

对于未来一段时间市场的看法，袁航认为，过于悲观和乐观的市场预期都是不可取的。一方面，从春节前的交易情况来看，市场情绪明显过于悲观，无论是成交量还是市场热点都持续处于低迷状态。另一方面，新近公布的市场宏观数据一扫过于悲观的市场情绪，市场突然变得极为乐观，投资者解读新的宏观数据预示宏观政策与通胀都将十分有利于资本市场的修复。

在余下的建仓期内，袁航会继续坚持按照“精选个股，兼顾市场”的思路进行布局。

## 金鹰基金蔡飞鸣： 关注四大投资机会

证券时报记者 杨磊

近期A股市场在2900点附近震荡，受益两政策预期的新兴产业类股票持续表现良好，金鹰红利基金经理蔡飞鸣接受证券时报记者采访时表示，符合“十二五”规划的新兴产业是未来股市最大的主题投资机会。

蔡飞鸣表示，物价过快上涨造成2011年调控压力较大。2011年上半年CPI翘尾指数较高，防通胀的压力仍然较大；近期房地产交易量有所萎缩，但房价仍然维持在高位，2011年房地产相关政策仍会从紧。

蔡飞鸣认为，2011年市场存在四个投资机会：一是基建拉动需求，看好水利建设、建筑建材、钢铁、煤炭、家电；二是政策退潮，价值股估值修复，看好航空、造纸、房地产、金融、有色金属、煤炭；三是新兴产业“由虚转实”，尤其看好新兴产业中的节能环保、信息技术和高端装备制造；其四是战略转型，还看好消费，看好食品饮料、商业、医药、餐饮旅游、消费电子、农业、家电。

蔡飞鸣特别提到新兴产业，他非常看好新材料、信息技术和高端装备制造业，这三大主题不仅属于新兴产业，更是其他战略新兴产业发展的前端市场。产业链的前端最先受益，而且大多前端产业拥有定价权，这对于企业盈利增长很重要。”

# 多重博弈下投资时机的选择

宋斌

股票市场是一个信息不完全状况下的多重博弈格局，每一轮博弈的结果都是社会财富在投资人群中的转移。博弈各方在考虑自身行动的同时会尽可能促使对手采取相反的行为。

市场在上涨方向上的趋势性波动可以理解成市场扩张，扩张的动力是越来越多的人顺应经济和货币环境的基本变化方向建立多方头寸的进程，而市场本身则不断满足这类需求，表现为成交不断放大及IPO放行节奏加快等。这种扩张的极限在于参与者平均仓位接近历史波动区间上限，或者增量资金净流入期结束。

资金净流入期结束后，由于经

济和货币层面的趋势性变动尚未完全转向，市场整体心理状况仍处于较正面的时期，市场将转入由存量资金主导的区间震荡，表现为量能初步萎缩和板块轮动。这一时期，题材类品种和小市值品种往往较为活跃。随着时间的推移，长线投资者逐步离场和融资需求对存量资金的进一步消解，某一时点上经济和货币背景出现方向性变化，市场心理将出现快速转折。此后，只有快速的价格回落才能找到少量的买盘，每一轮反弹过后的缩量调整都可以使价格创出新低。

与此对应，一轮中期下跌的动力则是，市场持筹主体顺应不断紧缩的经济和货币背景快速平仓，市场参与者的平均仓位水平重新回到历史波动区间的下限。随后，价格

窄幅波动并且不再创出新低，同时伴随地量成交。新的买盘缓慢地吸纳股票，新的上升循环渐行渐近。

一定程度上讲，投资时机的选择就是对上市公司发展进程的解读。上市公司发展的历史是大股东、机构投资者、公司管理层、银行等处于资本食物链不同等级的参与群体之间关于财富创造和分割的博弈过程，对资本结构和公司治理的解读成为寻找上市公司股票投资逻辑的最有效手段之一。

从资本结构角度讲，当大股东对上市公司的累计投入和银行长期借款构成上市公司的主要资本来源，IPO和再融资手段从其他投资者手中获得的资本额占少数时，二级市场很可能存在投资机会。实际运用中，需要结合其他价值衡量标准综合考虑。

首先，息税前利润代表企业的整体

价值，发起人资本和银行信贷等债权类资本在企业价值分割中的位置以及对公司管理层的制约能力高于其他类型的投资人，参与此类企业的二级市场投资人在战略上就与较为强大的利益博弈者站在了同样的方向。值得注意的是，A股市场的上市公司构成中相当一部分是国资背景，同时国内的银行业由国资主导，采取上述的公司选择策略也就契合了政府和国资的利益。

其次，当行业景气处于上升阶段时，资本结构中债务比率高的企业会表现出更大的权益资本收益弹性。最重要的是，当这部分低资产市值比的公司希望通过国内股票市场进一步筹集实际融资成本极其低廉的权益类资本时，释放业绩高股价是尽可能减少持股比例损失的唯一手段，在这一阶段，早期的二级市场投资者将分享由控制力较强的利

益博弈者发起的竞局。

然而，一旦此类资本故事获得市场认同，公司的股票市值逐渐偏离企业的实际价值创造能力时，高控制力的博弈主体倾向于将股票市场和中小股东作为博弈对手，通过变现股权而非实业经营获得收益。在这一时期，二级市场投资的风险会明显提高。

上市公司不仅仅是一个独立的经济主体，还存在于地方财税来源、就业载体、投融资窗口等更加根本的利益取向。制造繁荣的动机和资本逐利的本性，联手造就一轮又一轮惊心动魄的资本狂澜，大量的社会财富也就在不同的利益阶层之间完成了再分配。因而，投资时机选择的本质和关键就是寻找适当的投资时段参与此类再分配进程。

(作者系鹏华基金机构投资部研究员)

■ 圆桌 | Round Table |

## 两会行情或将绽放在春天里

证券时报记者 朱景锋 程俊琳

备受关注的两会本周将召开，届时将出现集中性的政策发布，势必对股市产生较大影响。今年两会期间会出现两会行情？哪些板块或个股可能存在表现机会？这些都成为投资者最为关心的问题。本周圆桌我们邀请浦银安盛副总经理兼首席投资官周文桐、民生加银投资副总监兼民生内需基金经理陈东、光大保德信首席策略师季鹏为投资者分析两会行情。

**证券时报记者：**两会期间您最关注的政策动向是什么，为什么？

**周文桐：**两会期间最关注的政策动向是“十二五”规划，这将是资本市场进行行业配置和精选个股的重要考量因素和主题投资的重要驱动因素。

**季鹏：**两会将定调一年的货币和财政政策，所以，两会对今年货币和财政政策的进一步明确，将使国内全年的宏观走势以及中央政策进一步明朗，有助于我们机构投资者对今年的形势做出判断，而这也是全年国内股市行情的大背景。此外，两会期间，中央还出密集出台一些对各个行业的主导和扶持政策，比如预计今年陆续出台的保障房政策、水利建设、新兴行业振兴政策等都会更加细化，而这一系列的政策对我们部分行业的判断和投资都至关重要。

**陈东：**虽然两会并不会改变股市本身内在的趋势，但将促使相关热点的升华，与政策利好相关的板块将会受到资本市场的持续关注。而从战略角度来看，2011年是“十二五”开局之年，也是新一轮政策周期的开端，更是改革开放30年后迎来新一轮经济增长周期的起点。站在新经济、新时代的起点，我们更为关注两会期间涉及到民生、经

济转型、结构调整等方面大政方针和政策动向，大致包括三方面的内容：第一，民生中涉及到扩大内需、社保体系构建、保障房建设和收入分配改革等方面的政策措施；第二，“十二五”规划中提到的战略性新兴产业，如新能源及相关产业、高端装备制造、新一代信息技术、节能减排等方面的政策及相关配套措施的出台；第三、与传统产业改造升级相关的政策措施。

**证券时报记者：**股市走向反映的永远是预期。当前，虽然通胀仍在高位，但市场已经开始讨论通胀拐点的出现，通胀下降意味着最严厉货币政策可能结束，您判断通胀拐点何时会到来，届时股市是否会迎来系统性机会？

**周文桐：**本轮通胀我们判断主要原因是货币因素加上输入型通胀，2009-2010年为应对金融危机，货币供应持续快速增长，是本轮通胀的首要因素，此外，国际大宗商品持续上涨也带来部分输入型通胀影响。但我们认为，通胀从长期看就是货币现象，随着货币政策今年以来逐步走向常态化，货币紧缩效应将在下半年逐步显现，我们预计下半年将进入经济增速和通胀同步下降的良性化状态，届时对中国总体判断仍较乐观，届时股市有望引来系统性机会。

**季鹏：**通胀趋势的走势不仅影响货币政策和市场流动性，而且也将严重影响未来经济走势和企业盈利，这都是影响国内股市的重要因素。短期来讲，我们判断此轮国内通胀上行的趋势仍在继续，而且我们判断通胀的高点将可能存在于二季度，目前来看，尽管我们需要持续关注其趋势变化，但是轻言拐点尚早。如果今年通胀形势得到有效控制，货币政策转向也是大概率事件，市场的系统性



IC/供图

机会也将来临。

**陈东：**随着调控政策的逐步落实，未来几个月通胀与房价失控风险大幅下降，市场对于通胀风险的担忧也已略有减轻。我们判断通胀与经济实现软着陆是大概率事件；而从资金角度考虑，未来两个半月内巨额央票到期，产业资本数据显示减持意愿衰退；房地产调控新政背景下，居民财富再配置将和股市反弹相互强化。

因此，无论是流动性、通胀还是经济增长预期最差的时候已经过去，同时3月份也存在行情的多重催化剂：如全国两会后，积极财政政策逐步落实，投资旺季开始，引发相关投资品和资源品的需求；另外还包括年报季报行情。总体上我们判断股市的春季攻势行情有望延续，市场稳健上行趋势显现。

**证券时报记者：**您认为两会行情会否如期而至，两会期间应该关注哪些板块或个股的机会？

**周文桐：**我们判断两会行情出现概率较高，建议关注受益于“十二五”规划且估值压力有所释放的部分消费类和新兴产业，包括医药生物、食品饮料、汽车、家电、农业、电子元器件、信息设备、信息服务，部分受益于“十二五”规划的投资品行业如机械、建材建筑行业也值得关注。

**陈东：**我们较为看好今年股市的两会行情。策略方面，建议关注估值处在历史低位、年报和季报业绩突出、全年业绩增长确定性较大的行业，如农业、机械、建筑、家电、汽车等，并结合2、3月的产业主题如农业、节能环保、高铁建筑、通信规划等，选择有触发因素的二三线蓝筹品种，并关注受益于中国广阔内需成长空间的大消费类行业。

**季鹏：**一般来说，很多新兴行业和中小市值行业在两会期间都将有良好的表现，今年出现这样的行情也是大概率事件。

■ 华安投资观察 | Hua'an Fund Navigation |

## 货币基金高收益将维持较长时间

黄勤

央行行长周小川年初指出，“十二五”时期要进一步推进利率市场化。利率市场化是宏观调控的需要，货币基金在利率市场化过程中大有可为，也是不可或缺的市场竞争主体。

一方面，货币基金能通过选择金融机构融出资金，投资合适企业发行的短期融资券，从而加强与银行类金融机构资产业务上的竞争性；另一方面它还可以与银行进行



定期存款业务，权衡不同银行的信用状况和利率报价，来决定存款银行和存款利率，加强银行负债业务上的竞争性。

回顾美国上世纪七八十年代利率市场化进程，可以发现货币市场的不断深化和众多货币市场工具的出现促进了货币基金诞生。当市场利率抬升到和管制利率上限之间有巨大利差时，投资者纷纷将美元存款转换为货币市场基金份额，进一步带动货币基金的迅猛发展。

目前可能就是推进利率市场化比较有利的时机。随着宏观调控的展开，货币政策回归稳健，货币条件由宽松逐步转紧，市场化程度很高的拆借、回购等货币市场利率已经远远大于同期限存款利率。由于存款利率长期低于物价增速，准备金率不断增加也限制了派生存款的

产生，导致银行揽存的压力日益凸显。应当说利率市场化需要的条件日趋成熟，利率市场化脚步越来越近。

今年以来，货币市场基金受益于回购、存款、短期融资券等货币市场工具利率的提升，七日期收益率不断攀升，由去年平均2%提高到4%以上。这逐步吸引了部分潜在投资者的目光，货币基金开始出现净申购。但是更多的投资者比较疑惑，这么高的收益率能够持续吗？

从今年以来，为抑制通货膨胀，准备金率和加息等货币政策还将多次出现，货币市场利率难以大幅回落。而每次货币政策的出台，都会给货币市场基金带来新的脉冲式投资机会。加之央票的发行利率持续低于二级市场利率，货币市场利率仍未回到均衡水平。货币市场基金的高收益率将会维持较长时间。



展望未来几年，利率市场化的推进将会出现存款管制利率和市场利率的进一步脱钩，这无疑会加大货币基金的吸引力，带动货币市场基金的长期发展。

(作者系华安基金固定收益部总经理、华安强化收益债券基金、华安现金富利基金经理)

## 传统周期性行业与 转变经济增长方式

曹剑飞

2011年开局，资本市场对传统周期性行业如钢铁、水泥、化工和机械比较青睐。表面上，看好这些传统周期性行业与国家大力倡导的加快转变经济增长方式相违背，从长期看，战略性新兴产业才是国家鼓励的方向。但实际上，传统周期性行业与转变经济增长方式在两个方面是相互联系的：节能减排促使传统周期性行业的供需形式持续好转，传统周期性行业是一些新兴产业发展的载体。

国家去年出台了一系列针对传统周期性行业的调控措施，加大节能减排力度，主要表现为淘汰落后产能和提高现有节能环保标准。这些措施，一方面限制了传统周期性行业的产能扩张，提高了行业集中度和产能利用率，从而促进了现有企业的盈利水平增长；另一方面，提高节能环保标准也使得现有企业加大资本支出，增加对节能减排设备和需求，促进了节能环保产业的发展。

《国务院关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知》和《国务院关于促进企业兼并重组的意见》是传统周期性行业加大节能减排和提高行业集中度的纲领性政策措施。

具体到各个行业，以水泥行业为例，2010年工信部出台了《工业和信息化部关于水泥工业节能减排的指导意见》和《水泥行业准入条件》，主要内容就是到“十二五”末，全国水泥生产的平均能耗和排放物大幅降低，在新型干法水泥生产线上普遍应用余热发电、高效粉磨技术、电机变频等技术，大城市周边的水泥企业基本形成协同处置城市生活垃圾和城市污泥的能力，鼓励行业集中度提升，对新型干法水泥熟料年产能超过人均900公斤的省份，原则上应停止核准新建扩大水泥产能生产线项目，新建水泥熟料生产线项目必须严格按照“等量或减量淘汰”的原则执行。

最近几年，水泥行业的固定资产投资增速直线下滑，预计未来可能出现负增长。一方面是供给受限，一方面是需求旺盛，导致2010年四季度水泥价格出现大幅上涨，钢铁、化工等行业也有类似情况。

这些传统周期性行业有一个共同特点，盈利对产能利用率极其敏感。现在供给受限而需求由于城镇化和水利建设等还将继续增长，产能利用率呈现上升趋势，反应到企业层面就表现为龙头公司的盈利能力具有大幅提升的可能，而这正是我们看好这些行业的核心逻辑。

(作者系农银汇理行业成长股票基金经理)

