

## 大宗商品回调利好A股

证券时报记者 余子君

5月初,国际大宗商品价格急剧回落,诺安基金认为,从最新公布的欧美宏观经济数据来看,经济复苏形势仍然脆弱,以中国和印度为代表的新兴市场国家,为防止经济过热和控制通胀,自2010年以来持续收紧货币政策,2011年经济增速放缓趋势已经显现,抑制了大宗商品的需求增长。

不过,大宗商品价格回落有利于欧美消费和经济复苏。对于中国这样高度依赖原材料进口的国家,大宗商品价格回落更是一场“及时雨”:首先是暂缓外部输入通胀压力,减轻国内货币政策进一步收紧的压力,避免经济增长速度的较大幅度回落;其次是改善A股市场的基本面,2011年第一季度上市公司利润低于预期,主要原因就是原材料成本高企,严重侵蚀企业利润,国际大宗商品价格回落,原材料成本压力略有缓和,预计2011年下半年上市公司利润状况会逐渐改观。从具体行业来看,大宗商品价格回落利好以进口原材料为主的中下游行业。

## 新的起点 新的预期

伍卫

庞大集团上市跌破发行价,成为投资界和投行人士最近的热议话题。究其原因,固然有市场预期重卡、轿车销售增速下降的因素,但发行价格与二级市场的预期脱节显然是罪魁祸首。大家也许会疑惑,发行价格市场化已久,价格是机构投资者集体投标的结果,为什么还会与市场预期南辕北辙呢?只能说,目前的询价机制还不完善,有颇多漏洞。在A股市场,许多参与者的利益预期都太短期化,发行人、投行、项目负责人等各方均有各自的盘算,与之对应的是企业的长期发展和声誉,投行的操守与客户忠诚度,这些正是发达国家市场参与者最重视的东西。

IPO市场的现状一时难以改变,可以想见未来跌破发行价的情形或许会越来越多,直到发行人和投行看到发行困难、声誉不佳者难以承接业务为止。按此思路,则投行在未来可能会出现一次大的分化,若真有这么一天,倒也有利于发行市场化的真正实现,作为基金经理,我非常期待这一天的到来。

(作者系易方达策略成长基金经理)

## 应保持较好流动性

吴江

2011年5月12日央行宣布再次上调准备金率,在重启三年央票后立刻上调准备金率,显示了央行收流动性、控通胀的决心。在4月上调准备金后,货币市场利率就出现逐步上台阶的状态,如3个月SHIBOR利率上升20BP后就在高位维持,并未回落。这体现了市场对未来货币市场利率上升的担忧。我们认为,经过几个月的紧缩货币政策,回笼流动性开始见效,货币市场将逐渐进入一种紧平衡状态,即利率水平逐步上升,利率波动率或将下降。

货币市场进入紧平衡,整体利率水平将较年初有所上升。首先,公开市场到期量减少,多次上调准备金的累计效应将逐渐显现。5月、6月公开市场到期量在5000~6000亿,7月以后将显著减少至2000亿左右。银行超储已处于低位,央行一季度货币政策报告显示3月末银行超储水平仅为1.5%。其次,从历史经验来看,5月是企业税收缴款的高峰期,将带动财政存款显著上升,从货币市场抽走流动性,这将对5月末的流动性产生季节性冲击。再次,三年央票重启发行,它的持续发行将深度锁定流动性。从发行后的市场反映来看,发行当天二级市场已有溢价,表现出较强的吸引力,后续发行量可能放大。最后,从国际上看,美国QE2结束后,货币政策收紧是趋势,外汇占款流入也将趋于缓解。

紧缩因素将带动利率逐步上台阶,利率波动率或较年初下降。首先,经过数月的货币政策紧缩,银行的超储率已处于低位,货币市场最宽松的时期已逐渐过去,未来如果货币市场利率受到政策调控而走高,将很难再回到低位。其次,据报道,银监会将从6月开始按日考查各大银行的贷存比指标,这要求银行更严格的控制贷款增量,将一定程度缓解银行在季度末等时点冲存款的现象,减少对货币市场的冲击。

在这种环境下,货币市场投资者应该更加谨慎,保持较好的流动性和较低的久期可能是更好的选择。

(作者系农银汇理货币市场基金经理)

农银汇理基金 40068-95599  
ABC-CA FUND MANAGEMENT www.abc-ca.com

让价值回报 成为一种习惯

# 中国宏观经济调整进行时

杨明

现在,经济周期前景不是一个新景气阶段的开始,而是一个被打断的调整阶段的重启。

2000年本轮周期景气启动时,中国的实际汇率水平是基本合适的、贸易基本平衡,真实利率3%左右。而现在,中国实际汇率被显著低估并处于高速正常化过程中,真实利率是-2.25%。这一金融条件意味着当前的需求存在较多的虚拟成分,并在被挤出过程中,在此基础上要想需求进一步持续、扎实地扩张,依据不足。

2000年本轮周期景气启动时,中国刚刚加入WTO,住房市场化刚刚起步。格林斯潘即将把基准利率降低到史无前例的1%,并刺激

居民房地产信贷泡沫。这些提供了巨大的最终需求扩张动能。现在,全球经济缓慢复苏,中国房地产市场和土地财政出现根本性扭转态势,居民负债率已经显著提高而房价也达高水平,居住需求已被相当程度上满足。

所有过去的主要增长动能都处于耗竭性态势中,而新的具有全局性经济增长的动能尚未见到,新兴产业过于依赖政策扶持,具有市场需求能够自我持续高速扩张的还是少数。在此最终需求条件下,认为经济能够保持过去的强势扩张,依据不足。

2000年启动本轮周期景气时,中国刚刚进行了“三年国企脱困”运动,中国企业的市场化经历了历史性的进步,奠定经济景气的微观

基础。后来又完成了金融体系的重整,进一步释放了市场化的力量。现在,中国经济的市场化进程又到了一个重大的选择关口,需要在经济、政治、社会领域进行诸多重大制度选择,而这是需要代价的。在制度变革条件下,微观经济主体活力能够进一步显著上升驱动经济景气,依据不足。

2000年,中国尚未感受到资源、环保与经济增长之间矛盾的压力,政策面临的主要矛盾是如何加快经济增长,解决巨大的就业压力。现在,增长本身已经成为矛盾的来源之一,政策面临的主要矛盾是协调增长和增长条件、增长成果之间的关系。在这种环境下,指望中国经济增长继续保持过去的强势,也依据不足。

我们需要超越几周、几个月的短

期数据,避免将局部的、短期的供求余缺波动放大为整体的、趋势的判断。我们结论的层级,必须与逻辑和论据的层级相匹配。

尽管对中国经济长期趋势仍然充满信心,但我们绝不否认周期的客观规律。我们相信中国能够度过这个周期调整阶段进入新的景气周期,但我们同样也相信目前经历一个调整阶段是必要的和必然的。

在周期走向判断的基础上,供给问题本质上是重要的。供给的重要性只有在进入景气阶段才重要,因为那时候需求的扩张是确定的,不确定的是供给如何呼应需求。而在景气调整阶段,需求本身是不确定的,而需求短期波动数量级远远大于供给。在这个阶段,问题的核心在需求面。即使有些行业

受到政策压抑而产能不足,结果也将是经济增长的回落而不是抑制政策的逆转。

当然在短期投资上,我们抱有现实的态度。如果市场把短期、局部问题看得太重,捕捉这样的投机机会也是适宜的。但同时,我们必须保持对趋势本身的清醒认识,一旦信息已经充分传递、市场预期已经比较充分,我们就要基于对趋势的理解,及早出局观望以控制风险。

(作者系华安基金研究发展部副总经理 首席宏观策略分析师)



## 紧缩政策仍将继续 逆向投资优质公司

证券时报记者 杨波

上周,央行年内第五次提高存款准备金率,未来货币政策是否会继续收紧?去年11月份以来的紧缩政策,是否已对实体经济产生影响?在紧缩政策与实体经济下滑的双重忧虑中,一年多以来一直处于震荡的股市大概率会走出什么行情?证券时报记者特别采访了上投摩根专户投资总监周晓文、中欧价值发现基金经理苟开红,他们就相关问题进行了深入分析。

**证券时报记者:** 上周四,央行年内第五次提高存款准备金率备战通胀,未来,通胀的形势会怎样?货币政策收紧的空间有多大?

**苟开红:** 我们认为目前通胀的根本问题源于国际货币超发和中国人口红利窗口开始收缩相互叠加,其形成机理非简单的需求或供给面因素可以解决,是非常复杂也最难根治的通胀,因此未来一段时间通胀形势依旧严峻。

另外,人民币升值的预期仍然较强,而随着人民币在跨境贸易结算的地位逐渐增强,外汇占款压力难以有效释放,因此预计政策收紧并未结束,未来,央行可能继续采取提高准备金或者公开市场操作等手段收紧货币。

**周晓文:** 我们预计通胀正在经历见顶的阶段,虽然会有天气、油价和电荒等因素的扰动,但是总体趋势将是见顶回落的过程。未来货币政策收紧的空间和持续性取决于通胀及经济回落的幅度和速度。

**证券时报记者:** 在抗通胀与保增长之间,政策有可能怎么抉择?您是否会担心中国经济潜在增长率下滑?

**周晓文:** 在这个时点上,我们并不担心中国经济增长率下滑。在抗通胀和保增长之间,政策仍然会倾向于抗通胀,尽管在紧缩力度上会有所缓解。作为如此大经济体量的国家,潜在增长率下滑也是必然的,我们不应该如此担心这两年的增长,而更加关注经济增长的质量,上市公司结构提升的速度。

**苟开红:** 从央行的角度来讲,抗通胀是排在第一位的,因此只要通胀高涨或者通胀的危险没有解除,政策收紧就不会结束。至于中国经济增长放缓,我认为是意料之中,也是合情合理的,从目前看“招工难”的现象表明我们的经济很有可能已经实现充分就业,在这一前提下即便经济增速下台阶,政



府也不是不可接受。我们现在更关注的应是增长的质量,而非简单的数量,中国不能再错失经济转型的良机了。

**证券时报记者:** 在一系列的紧缩政策之后,实体经济是否已受冲击?上市公司盈利能力会否受影响?

**周晓文:** 从微观层面已经感受到紧缩政策的影响,即旺季不旺,最近海外的PMI和消费数据低于预期也将会影响到出口订单。但是我们并不认为实体经济会受到很大的冲击,经济也不会出现硬着陆。

上市公司盈利在一季度受到成本压力的考验,二季度将受到去库存的考验,中期可能还会受到缺电和电力成本上升的影响,因此盈利有可能在二三季度下调。

**苟开红:** 政策收紧已经直接传导至实体企业的融资成本,这一点从上市公司的一季报已经得到了明显的体现。银行在信贷总量收紧的情况下选择了提高资金价格,贷款利率上浮情况较为普遍。我们认为

这一情况将会延续到二季度。

但我们也应该看到,优秀的公司有能力克服这些不利因素,利用行业的困难时期通过兼并收购、提升市场占有率等实现业绩的成长。

**证券时报记者:** 近期以来,股市一直处于低迷的调整状态,您对股市短期走势怎么看?

**苟开红:** 我们维持全年股市窄幅震荡的判断,但我们相信市场震荡的重心是向上的,因此目前阶段的调整是股市的一种内在修正,如继续下挫则带来优质公司逆向建仓的良机,当然一定需要避开后续竞争力可能会持续下降的公司。

**周晓文:** 经济正在回复正常的状态,相应地资本市场也从去年轰轰烈烈的小盘股行情逐步退烧。但是最能反映经济基本面的蓝筹权重股仍处于低位,因此,在对经济基本面和流动性的担忧解除后,市场仍然会平稳向上,只是投资者要开始用价值来衡量公司的股价,用长期的心态来进行投资。

### 上投摩根专户投资总监周晓文:

上市公司盈利在一季度受到成本压力的考验,二季度将受到去库存的考验,中期可能还会受到缺电和电力成本上升的影响,因此盈利有可能在二三季度下调。

### 中欧价值发现基金经理苟开红:

本轮通胀非常复杂也最难根治,相信未来一段时间通胀形势依旧严峻。另外,人民币升值的预期仍然较强,随着人民币在跨境贸易结算的地位逐渐增强,外汇占款压力难以有效释放,预计政策收紧并未结束。

**证券时报记者:** 在目前的市场状况下,您会采取什么策略?您看好哪些领域的投资机会?

**周晓文:** 在目前的市场状况下,我们会采取稳健保守的策略来应对短期的市场波动。首先看好金融、金融股的业绩明确稳定,估值相对便宜;其次,对于未来3至6个月基本面逐步走好的行业仍然值得关注,如电力、航空等。但是坚信未来长期超盈的是成长行业里的龙头企业,因此目前主要的调整是股市的一种内在修正。

**苟开红:** 在对全年经济增速放缓但仍然维持高位判断下,我们认为股市将维持窄幅震荡,企业估值很难大幅提升。我们将着眼企业的长远发展,利用市场调整的机会布局长期看好的投资标的。

目前我们比较看好将受益于中国经济转型,尚处行业发展前期阶段的公司,如新能源、新材料及节能环保,以及业绩增长确定,能够抵御经济周期波动的优质公司,如高端制造、零售及必选消费领域的一些公司。

## 嘉实领先拟任基金经理邵秋涛: 从中盘股挑选高成长公司

证券时报记者 孙晓霞

“季报,一些上市公司的利润低于预期,紧缩政策对实体经济的影响初露端倪,二季度部分上市公司盈利有下降风险。”嘉实领先成长拟任基金经理邵秋涛认为,从长远来看,在中国经济转型的背景下,成长股将迎来较好的投资机遇。

**记者:** 作为嘉实领先成长的拟任基金经理,您对成长股是否有着特殊的偏好?

**邵秋涛:** 成长股符合经济发展和转型的必然趋势。美国上世纪20年代、50年代及80年代三波大牛市,分别对应着工业化、消费以及科技化的发展路径。从1980年到2010年,中国基本完成美国20年代从农业化到工业化的过程,如果中国转型成功,将有机会上演美国60年代消费、服务类股票的牛市行情。

2010年,中国GDP总量40万亿,以未来10年每年增长7%~8%来推算,10年后经济总量会翻一番到80万亿。消费占比由现在的40%提高到50%是一个大概率事件。现在只有15万亿的消费产值将变成40万亿,将有25万亿的增量来自消费和服务业。相关的成长类公司一定能受益于中国经济未来的转型和升级,包括消费、服务、科技类公司。

**记者:** 您的投资策略是什么?

**邵秋涛:** 在大盘没有大幅单边下跌风险的情况下,我们通常会维持中性偏积极的仓位,在一百七十多个细分行业中选择符合我们投资标准的快速成长行业。行业选择的财务标准有四个:收入快速增长;利润稳定;现金流健康;相比利润增速,估值要合理。

我们要考察细分行业的需求在未来五年是不是快速稳定增长;其次是竞争格局,寡头垄断、温和竞争的行业发生恶性价格战的可能性不大;第三是细分行业的上下游供应链的瓶颈如何,比如过去的五年间,家电连锁对上游企业的侵蚀,以及上游的铁矿对钢铁的侵蚀;第四是政策的扶持态度。

**记者:** 您如何看待成长股投资的风险?

**邵秋涛:** 成长股投资面临的风险一是个股风险,即成长股的成长性不是线性的,我们通常会买入一些食品饮料等比较稳定的股票,来对冲这类风险。二是成长股投资面临的系统性风险,即在经济拐点和流动性充沛制造的大牛市,成长股可能会跑输周期股,需要增加周期股的配置权重。

**记者:** 您如何看待小盘股和成长股的关系?

**邵秋涛:** 小盘股仅仅是成长股投资的关注领域之一,并不是全部。从2005年以来上市的中小板股票里面,利润能够连续三年增长30%的股票不多。在目前通胀高企的大环境下,小盘股的风险也逐步暴露,例如利润基数较低,客户和产品单一,抗风险能力不够。我们更多会从中盘股里面、从细分行业的龙头公司中选择股票。这类公司的产品线足够丰富,客户多元化,资产负债表也很健康,有较强的抗风险能力,而且估值合理。

## 华富量子生命力基金经理朱蓓: 中小市值股票价值渐显

对于市场走势,华富基金量子生命力基金经理朱蓓认为,目前仍不具备出现单边走势的势能。

她表示,经过一季度的估值恢复行情,中小市值股票投资价值已逐渐显现。在市场下跌空间有限的前提下,应提早布局成长性较好、前期跌幅较大的个股,如医药、机

械设备、信息服务行业等。

从量化角度看,目前市场成交量较前期略有下滑,但已趋于稳定,市场大小盘风格特征出现反复,市盈率水平处于历史低位,具有一定安全边际。她认为近期市场仍将保持宽幅震荡行情,对长期则谨慎乐观。(程俊琳)

## 中海基金研究总监骆泽斌: 二季度掘金能源相关产业链

中海基金研究总监骆泽斌认为,基于翘尾因素、PPI的传递机制和大宗商品价格影响,二季度通胀水平依然会处于高位区间,个别月份通胀突破5%的概率增大。通胀预期的稳定回落仍然需要经济数据确认,如果经济出现明显回落则可能引发通胀预期变化,进而导致

政策预期和流动性预期的改变。

骆泽斌认为,二季度将关注基于高油价下的确定性主题投资,包括新能源、煤化工、煤炭、煤炭机械、石油开采设备等能源相关产业链进一步带来所发展的投资机会。行业配置方面则可关注那些估值低于均值的行业,例如银行和交通运输等。(程俊琳)