

## 通胀正接近阶段性高点

魏伟

投资有一个规律性经验，通胀无牛市，因此对通胀的判断意义重大，今年上半年大盘整体低迷与CPI一路上扬紧密相关，以沪深300为代表的大盘股大跌，但是以创业板和中小板为代表的小盘股跌幅巨大。

目前通胀正在接近高点。国内经济从一季度开始回落，4月份工业增加值已经回到13.4%的较低水平，总需求增长的放缓将缓和来自需求的通胀压力。欧美经济增长基本恢复稳定，而通胀压力上升，全球极为宽松的货币政策将可能发生改变。尤其是美国货币政策的转向——由停止宽松到政策观望再到逐渐紧缩，美元指数走势将随之改变，从持续下跌转为趋势性回升。美元走强令大宗商品价格回落，进而国内原材料价格也将回落，输入型通胀将减弱。而国内可能出现的电价上调不会过多增加通胀的压力。粮食、猪肉和蔬菜价格的变动，是影响食品价格的主要因素，随着天气转暖及早情缓解，蔬菜价格出现明显下滑，而猪肉和粮食价格涨势也明显趋缓，我们预期未来蔬菜价格将保持回落趋势，猪肉价格将停止上涨，下半年出现回落，而粮食价格的涨幅也将显著收窄，这将促使未来食品价格持续回落。

通胀接近高点后，宏观调控政策压力减弱，市场将迎来机会。预计在经济增速下滑，通胀压力减弱后，宏观调控政策也将有所调整，在这一阶段，政策的紧缩态势将做一定的微调，使经济增长动力得到恢复。

首先，预计货币政策的紧缩程度将降低，货币供应增速会结束下降趋势有所回升，随着下半年货币政策紧缩程度的降低和货币增速回升，总需求也将回升。其次，预计财政政策下半年也将有一定的放松，“十二五”规划项目推出将促使投资加快，上半年为了控制通胀，有些投资项目会延后。在通胀回落后，财政用于投资的资金将上升，新开工项目投资增速会回升。再次，为了应对下半年可能出现商品房投资的回落，中央也会加快保障房建设的投资。

在通胀回落后，政策压力减少，投资回升，货币供应回升，这些都有利于股市的回升。

(作者系农银大盘蓝筹基金基金经理助理)



### 微言大义

●**收缩战线**：近来较少发微博，因为市场调整时，我习惯的应对是花更多时间把组合里的个股梳理一遍，多读几篇报告，多想几个问题，多和研究员讨论，多和管理层沟通，然后减少持股个数，把筹码集中到那些核心优势最强、估值最低、自己研究最透、敢跌越买的10-15个股中。拳头缩回来是为了更好地打出去。

●**股市电影院**：如果今年的股市是一部电影，近期的调整就是插播的广告。由于广告时间太长，观众纷纷要求退票。电影院表示，正在考虑把上半场的悲剧片换成下半场的喜剧片，但前提是大多数人先退票。于是观众们很纠结，不退票吧，广告不停，悲剧片还在演；退票吧，又怕错过喜剧片。

●**创业板**：观众抱怨说，去年演科幻片，今年直接改演恐怖片，感情起伏太大。买黄牛票看《中小板》的观众建议，《伟大的烦恼》就不要拍续集了，改演《真实的谎言》。《白马股》的观众表示，电影还不错，就是广告有点长，不过考虑到票价便宜，也就不退票了。

(南方基金投资总监邱国鹭)

●**主基调**：今年市场是次新小盘股的挤泡沫过程，情形很像2001年下半年开始的次新股和庄股的跳水大赛，相信目前绝大多数基金经理都没经历过。尽管市场结构发生很大变化，指数不可能出现类似当时的惨烈下跌，但次新小盘股的价值回归过程还会一样残酷和漫长。

●**回调力度**：尽管对宏观完全不必过虑，但次新小盘股对人气杀伤力，的确值得我们警惕。比较安全的策略是先在低市盈率个股回避风险，再视机出击。

●**稀土概念令人瞠目**：都近1000亿市值了！难道忘了这也是价格敏感型的周期股？总是在盈利高峰给高估值，盈利低点给低估值，这就是A股的规律？强烈建议矿产注入概念股审核重组时参照IPO审核标准。很多矿业公司IPO审核时环评、矿权手续等不全，岂可以借壳上市？

●**寻找领头羊**：晚上和某知名卖方开晚餐会，似乎大家对经济都不悲观。也许市场还会逐渐寻底，但现在开始思考新一轮上涨的领头羊更重要。

(易方达首席投资官陈志民)

# 九条路径通往高成长股城堡

夏春

当前的中国经济可以用“非典型滞涨”来形容。“滞”体现在经济总量增速的下滑以及经济结构的转型；“涨”则体现在国内货币持续高速增长，各种资产价格和通胀大幅攀升。与上世纪70年代一些发达国家不同，中国的“滞涨”除了与宽松的货币政策有关，还有其特别的体制背景，因此又是“非典型”的。

在“非典型滞涨”的大环境下，企业利润的可持续增长受到考验，A股的整体回报前景并不乐观。在可预见的未来，高成长高回报的公司很难大面积地产生。市场不给力，投资者是不是就只能束手无策了呢？如果我们牢牢把握中国经济转型期的特点，以“创新”和“资源独占”为纲，仍然可以在微

观层面挖掘出一些不错的成长类投资机会。

一方面，经济转型意味着旧经济的一些特点仍在，突出体现在政府、国企对某些稀缺资源的掌控上，体现在政策对资源分配的巨大影响上；另一方面，转型也意味着技术和商业模式的创新，改善经济中普遍的无效率，这符合新兴阶层的需求，也为公司的成长创造了独有的资源。A股中的高成长股，其增长大多不是来自资源独占，就是来自创新。基于“创新”和“资源独占”这两条主线，我们梳理出了以下九类高成长公司的股票。

1. **政策投机型**：搭政策与管制的顺风车。在经济转型期，政府仍掌控着大量资源，产业政策使用频繁，管制措施层出不穷。比如，“十一五”、“十二五”期

脱碳、脱碳要求的提高，以及支持可再生能源的政策，都为相关公司提供了巨大的机会。

2. **傍大款型**：受益于主要客户需求快速提升。一些公司的业务集中在少数主要的客户上，它们的增长就依赖于客户需求的快速提升，而这些客户也大多垄断着巨大的资源。

3. **乌鸡变凤凰型**：受益于企业重组，尤其是国有资产证券化和国企上市。中国目前仍有大量优质的国有资产尚待证券化，国有资产注入、重组等主题还会持续相当长时间，这也为相关上市公司的成长提供了保障。比如，国务院[2010]37号文明确提出要“加快军工企业改革……要以调整和优化产权结构为重点，通过资产重组、上市、相互参股、兼并收购等多种途径推进股份制改造”。这为军工企业提供了优质资产注入的想象空间。

4. **变废为宝型**：为廉价资源找到更好用途。经济中有相当多的资源，因其用途没有被充分挖掘而显得廉价。企业若能以商业模式或技术创新来大幅提升这些资源的价值，将会带来高成长。

5. **贴心贴背型**：精确把握目标市场需求。中国市场异常广阔，文化、习惯、消费形态在城乡、地域之间差异巨大。通过精准把握目标市场的特点，并对自身的业务进行创新，将目标市场变为自家的一亩三分地，将能获得高速增长。

6. **一招鲜型**：拥有“独门暗器”。这类公司拥有旁人难以复制的技术和创新成果，其利润可以获得市场增长和高毛利的双重支持。这些技术既是创新的成果，又有独占的资源。

7. **效率改善型**：大幅改善经济社会中的无效率现象。转型经济的特

点就是有越来越多的无效率现象被暴露和修正，谁能通过商业模式和发展战略上的创新，把握住其中的机会，就有希望获得释放出来的“红利”。

8. **钻空子型**：深耕细分市场。各行各业的分工越来越细，专业化的好处正在充分展现。一家公司如果能在一个细分行业做到深耕细作，不断提高自身技术水平和运营能力，成为这个市场的王者，就会在整个产业链中稳保自己的地盘。

9. **强势增长型**：不惧激烈竞争。这类公司基于企业家精神，以及对市场的敏锐判断，在竞争激烈的行业中强势成长，并将业务拓展到国外，其最重要的资源就是企业的创新和业务拓展能力。

(作者系博时基金首席策略分析师、投资决策委员会秘书长，兼任博时价值增长基金、博时价值增长贰号基金基金经理)

## 以时间换空间 银行股转强尚需时日

证券时报记者 方丽

估值偏低且业绩较好的银行股一度成为不少投资者心中最佳投资标的，可近期有关地方融资平台的消息，令银行股下跌，市场信心因此受挫。未来银行股是否还有投资价值？地方融资平台究竟会带来多大影响？证券时报记者采访了大成精选增值基金经理刘安田、融通蓝筹成长基金经理严菲、南方基金首席策略分析师杨德龙，他们就相关问题做出了深入分析。

### 政策和经济因素压制

证券时报记者：近期银行股出现了向下调整，为什么？

刘安田：近期银行股出现调整主要有两方面原因，一是银监会出台了一系列风险资产计算方法的征求意见稿；二是社会盛传将由中央政府与银行共同承担地方融资平台近2万亿元的坏账。这两件事让大家预期，银行短期业绩可能会受到较大影响，银行的融资频率也会大大增加。股价对于负面因素往往会有反应过度，特别是市场趋势向下的时候。尽管事后看来是非理性的，但却是无法避免的。

严菲：近期银行股调整主要是受政策和经济变化的双重影响。在政策方面，正在起草修订的《资本充足率管理办法》提高了部分贷款和债权风险权重，影响银行资本充足率，引发市场对银行融资需求和长期增长的担心。其次，关于融资平台贷款质量的讨论又重新出现，压制了银行的估值。经济方面，通胀没有缓解迹象，企业盈利阶段性增速下降，对宏观经济的担忧升温。正是这些不确定性因素导致银行出现调整，这种负面因素，需要相当时间去消除。

杨德龙：相比于其它板块，银行板块的下跌幅度并不大。从业绩和估值上来看，银行股已经具备中长期投资价值，银行股进一步下跌的空间不大。

### 关注地方融资平台风险

证券时报记者：目前不少市场人士对银行业成长前景心存疑虑，紧缩政策是否会影响银行股的盈利前景？对银行股的未来，您怎么看？

刘安田：经济调整会带来坏账的增加，增加多少则取决于经济调整的幅度。从目前来看，经济调整的幅度不会太大，而且历史上银行的业绩增长比较稳定。至于地方融资平台，如果真如传言所说，其对银行的业绩可能会有比较大的一次性影响。

严菲：短期来看，紧缩政策对银行股的盈利影响不大，银行更多通过调整资产负债结构保持业绩增长，在紧缩环境下，银行的议价能力得到了提高，息差也在提升，会促进盈利增长。

但在紧缩的中后期，企业的盈利增长受到限制，还款能力降低，银行的资产质量下降，信贷成本提升，进而影响盈利。地方融资平台的贷款质量潜在风险对银行影响较大，需要时间化解。房地产市场如果不出现大幅调整，对银行个贷的质量影响有限。

杨德龙：今年货币政策继续收紧，是当前压抑银行股上涨的因素，对房地产实施严格调控，银行未来的利润增长将受到影响。



刘安田：港股和A股银行股的股价差距主要来自于资金面的差异，并不是来自于对银行股的前景判断。在香港市场，境外资金比较多，而且大都是资金量比较大的机构投资者，这些投资者对于大盘股的研究，特别是银行业的研究比较多，而且银行业能够容纳的资金量比较大，客观上使得香港的银行股相对更贵些。由于国内的银行股比较便宜，国际板对银行股的影响比较小。

严菲：银行股A股除了受经济面影响之外，也受政策和资金面的影响，波动性比较大。H股投资者很多是从指数角度考虑配置银行股，在资金面方面跟国内也有差异。对于A股银行股的投资价值来说，A、H股的折价只是一个关注的因素，越能获得意想不到的投资收益，有了这种心态和预期，就能理性应对可能发生的各种突变，经受住市场动荡所带来的各种考验。

杨德龙：这从一定程度上反映，国内银行股已经具备了一定的投资价值。银行股走强需要具备一些条件，一是估值处于历史底部；二是流动性相对充裕；三是紧缩政

策见顶；四是银行的盈利增长稳定。目前，这些条件已经初步具备，但是还需要时间，因此银行股有望用时间换空间，在未来半年会通过反弹来缩小与H股的差距。

刘安田：由于下半年通胀下行的趋势比较明显，央行进一步紧缩资金和加息的政策有可能会停止，这将对银行息差产生负面的影响，并影响到银行股的表现。在银行股中，下半年相对宽松的政策环境，可能会使得那些拆借资金的银行有相对收益。

严菲：下半年银行的投资机会来自经济政策的担忧消除，以及良好业绩的推动，我们会综合这几方面考虑对银行股的投资。银行股个股差异性较小，更多是板块机会，相对来说，客户资源稳定、业务有特色、增长稳健的银行更有机会。

杨德龙：压制银行股上涨的因素在短期内依然存在，期待银行股有很大的上涨空间也不现实。选择成长性好的政策贷款占比低的中小银行可能更有获得绝对收益的机会，随着下半年通胀回落，政策出现松动，银行股有望在震荡反弹中走出一波估值修复行情。

刘安田：下半年银行的投资机会来自经济政策的担忧消除，以及良好业绩的推动，我们会综合这几方面考虑对银行股的投资。银行股个股差异性较小，更多是板块机会，相对来说，客户资源稳定、业务有特色、增长稳健的银行更有机会。

杨德龙：这从一定程度上反映，国内银行股已经具备了一定的投资价值。银行股走强需要具备一些条件，一是估值处于历史底部；二是流动性相对充裕；三是紧缩政

大成精选增值基金经理刘安田：股价对负面因素往往会有反应过度，特别是市场趋势向下的时候，尽管事后看来是非理性的，却无法避免。

融通蓝筹成长基金经理严菲：对银行股，A、H股的折价只是一个关注的因素，更多要考虑宏观、政策和资金面的综合影响。

南方基金首席策略分析师杨德龙：从业绩和估值上来看，银行股已经具备中长期投资价值，银行股进一步下跌的空间不大。

### 从宏观、政策和资金面考察

证券时报记者：展望下半年，您认为银行股的投资机会大不大？空间有多大，能否谈谈您的投资策略？您更喜欢哪类银行股？

刘安田：由于下半年通胀下行的趋势比较明显，央行进一步紧缩资金和加息的政策有可能会停止，这将对银行息差产生负面的影响，并影响到银行股的表现。在银行股中，下半年相对宽松的政策环境，可能会使得那些拆借资金的银行有相对收益。

严菲：下半年银行的投资机会来自经济政策的担忧消除，以及良好业绩的推动，我们会综合这几方面考虑对银行股的投资。银行股个股差异性较小，更多是板块机会，相对来说，客户资源稳定、业务有特色、增长稳健的银行更有机会。

杨德龙：压制银行股上涨的因素在短期内依然存在，期待银行股有很大的上涨空间也不现实。选择成长性好的政策贷款占比低的中小银行可能更有获得绝对收益的机会，随着下半年通胀回落，政策出现松动，银行股有望在震荡反弹中走出一波估值修复行情。

## 向大师学习 反思我们的投资理念

何云峰

有幸参加了今年的伯克希尔·哈撒韦股东大会，除了感受到参会投资者巨大的热情和巴菲特、芒格的诙谐幽默外，对投资大师的投资理念也有了进一步的认识。

会上巴菲特对其投资的公司如数家珍，详细阐述了旗下公司的发

展前景，充分反映了他尊重基本面和谨慎投资的特点，在不了解公司相关情况、没有确切把握的情况下，决不盲目投资，只有在了解公司规模、客户关系、市场占有率、竞争力以及是否具有可持续性的情况下，才作出相应的投资抉择。此外，巴菲特在决定投资一家公司前要先要了解它进而喜欢它，而普通投资者考

虑更多的则是如何从公司身上获取更多回报，一心想赚快钱。投资的动机不同，获得的最终回报也大相径庭，越是想少付出多索取，越适得其反，越是用平常心去善待一家好公司，越能获得意想不到的投资收益，有了这种心态和预期，就能理性应对可能发生的各种突变，经受住市场动荡所带来的各种考验。

反思我们，是否有许多是在对公司情况不十分了解的情况下凭一时冲动决定投资？心急、耐不住寂寞、冲动、意气用事和追涨杀跌是否经常出现错误的根源？是否受市场情绪影响，抛弃了一些值得我们长期持有的好股票？这些问题值得我们深省。

(作者系易方达积极成长、中小盘基金基金经理)

### 投资有舍才有得

记得法国著名的雕塑大师罗丹曾经阐述过他在艺术创作中成功之道：我会选择一块石料，然后铲除我认为不必要的部分，剩下的就是一件非常好的创作。那么，在投资中哪些是“不必要的部分”呢？笔者认为，除了是那些组合中不符合预期的个股，更是一些投资者应该避免的误区。

经过多年的实践，笔者就一些常见的误区做了总结并引以为戒：

**过度分散投资**：自从1952年马科维茨发表现代投资组合理论(MPT)以来，部分投资者对分散投资一直有一种误解，认为持股个数越多组合风险就能降得越低。

如果对这一理论有了深层了解，大家就会领略到，只要在组合中充分降低个股及行业之间的相关性，一个持有30只股票的组合的风险，不一定高于一个持有200只股票的组合。

**过早获利了结，过迟斩仓止损**：割肉止损永远是痛苦的。在投资过程中及时止损的重要性，大大超越择时获利。在过去十几年的投资生涯中，笔者曾多次因为个别牛股短期涨幅太高而匆忙获利了结，结果为了错失后面更大的行情而后悔。相反对一些自认研究颇深并持仓已久但是表现反复令人失望的个股，却耐心地等待反弹机会，最后因不能果断了结而损失惨重。所以，要成为一个成功的投资者，投资者必须保持理性与果断。

**对媒体及内幕信息的盲从**：对那些声称靠内幕消息发大财的投资者，笔者一直抱有怀疑的态度。因为首先这是违法行为，而且这个世界上没有免费的午餐。长远而言，内幕交易中的内幕投资风险极大，因为你往往无法认证透露信息者的各种企图。事实证明国际上很多伟大的投资家如巴菲特和彼得·林奇都是靠研究公司及行业的公开信息，就能作出非常准确的投资判断并获取优异回报。

同时，对媒体及券商报告应保持谨慎并加以理性分析，因为有些报道往往有一定的滞后性、群体性和渲染性，投资者不能草率地依赖这些信息来做投资决策。

**不适当地运用各类技术分析和估值方法**：最近，投资者经常问起为什么银行股在盈利增长良好的情况下估值却不断下滑。如果简单地套用常见的估值方法如静态市盈率，市净率或是股本回报率，银行股简直是太便宜了。但当进一步研究整个宏观形势，我们会发现中国的表内外总体信贷规模近年来已远超国内生产总值的1.6倍，按国际经验来看，许多发展中国家的信贷一旦超过此比例，银行体系就可能出现问题。

所有的估值方法都有局限性和误导性，只有适当地运用以及配合其它分析方法，它们才能成为良好的投资工具。

(华安资产管理(香港)有限公司投资总监 陈宏初)

智诚相伴  
INSIGHTFUL PARTNER

**华安基金**  
HuaAn Funds

客服热线: 40088 50099  
公司网站: www.huain.com.cn  
手机基金交易: wap.huain.com.cn