

每周基金视野：

下有政策护航，上则取决于通胀对企业盈利的影响

2008年05月16日

(注：本周文中观点来自 25 家基金公司)

■ **乐观看点：**由于美国很可能会结束降息，美元可能反弹，这为我国降低通胀提供了较好的国际环境。人民币升值的速度可能也会大为放缓（汇添富）。未来的经济不确定性似乎比之前一阶段也有所减弱。短期内通货膨胀高涨仍将维持，但下半年出现一定的回落仍是预期的（国泰）。随着二季度雪灾对 CPI 翘尾因素影响的减小，CPI 必然会逐步走低（汇丰晋信/招商基金）。同时我们也注意到滞后 6 个月的广义货币也会对通胀产生影响，因此自去年底开始的货币信贷紧缩也将出现显著影响（东吴）。从中长期来看，下半年 CPI 稳步回落的可能性较大（国投瑞银）。从影响股市中期趋势的基本面因素来看，一季度企业盈利情况虽然整体水平只有 20% 左右，但剔除石化等行业后，其他重点行业整体盈利都非常好，譬如机械行业。我们预期全年上市公司企业盈利仍能达到 25% 左右的水准（上投摩根）。管理层对股市的呵护心态较为明显（南方）。维护金融安全与稳定是未来相当一段长时间的政策着力点，管理层不断发出稳定市场的信号，其用心值得投资者斟酌（巨田）。奥运前，应该不会推出对市场不利的政策，市场普遍预期在 5 月份会出台融资融券（汇添富）。在“后股改时代”管理层对于大小非的流通权的监管正在做出细化，后续将出台更多的措施来遏制大小非违规流通而给二级市场带来的冲击（东吴）。IPO、再融资等在必要时也有可能成为政府调控的手段（易方达）。政府在奥运会前夕营造一个稳定的社会和经济局面的决心很强，不排除这段时间政策市能起到很强的效果（诺安）。现在经济管理的思路或许可以通俗地描述为“一颗红心，两种准备”，在经济增长令人满意的情况下，政策保持紧缩；如果出现比较大的减速，当局仍然会有足够的意愿和手段来刺激经济保持合适的速度增长（诺德）。综上，目前市场对二季度上市公司业绩预期普遍较好，对奥运会前政策层面的预期也偏正面；而外围市场近期持续向好也为市场提供了较好的外围环境。近期成交量的放大显示市场人气仍在聚集，目前沪深 300 指数预测市盈率在 22 倍以下，A 股市场仍具有较好的投资价值，我们倾向于新的经济数据会降低市场的担忧（招商基金）。市场最坏的时期已经过去（国联安）。A 股向下调整的幅度将会比较有限，但上涨的动力也并不充足，震荡而非单边调整的可能性较大（长城基金）。

■ **悲观谨慎：**回顾历史，政策面的利好并不会改变股票市场的长期趋势（中海）。反弹的高度取决于宏观经济形势是否能逐渐向好，宏观调控措施能否逐渐放松（南方）。在经济增长放缓和通胀加剧的背景下，市场对未来经济下行风险的担忧还在增加，外围商品价格继续上涨和整体经济减速，进一步增加了经济政策选择的难度（易方达）。密切关注企业盈利预测可能面临的下行风险（景顺长城）。一季度业绩增速受到成本上升和投资收益减少的影响出现放缓的迹象，另外，人民币升值对出口的影响亦渐渐显现。国内的核心 CPI，像蔬菜、猪肉和食用油应该会得到稳定，但中期看 CPI 环境不容乐观，工资上涨和通胀预期的循环会导

基金研究员
冶小梅
(0755) 8249 3609
yexm@lhzq.com

致更全面的通胀。此外, 粮价的上升也是未来的一大隐患(诺安)。4月PPI数据传递出来的并不是一个积极的信息, 尽管其上涨幅度略低于一些研究机构的预期, 但通胀对工业企业盈利的负面影响正变得愈发明显, 油价持续大幅上涨也加剧这种担忧(银河/国投瑞银/信诚/汇丰晋信/诺安)。国内上市公司在面对原材料价格上涨带来的成本上升和利润挤压中, 所采取的措施以及有效性仍有待考证(上投摩根)。另外, 资源和能源价格扭曲无法长久维系, 极限情况下各种补贴终有被耗尽的一天。长期而言价格管制将逐步放开, 使价格本身能够发挥市场调节资源分配的指示性作用。对电力、能源价格控制放开之时, 上市公司的总体成本水平也将上移, 从而影响上市公司净资产收益率水平和总体盈利能力(博时)。市场真正转机的来临需要我国经济基本面良好, 也需要市场更加适应上述这些经济现象。像调整印花税等维护市场的措施长期看只是市场噪音(诺安)。目前上证指数又达到了08年二十三、四倍的市盈率水平, 对应20%的盈利增长, 既不能说昂贵, 但也不能说便宜。同时, A/H溢价达到了50%左右, 又回到了历史平均溢价之上(交银施罗德)。蓝筹股、题材股短期上涨幅度较大, 获利盘和套牢盘兑现欲望大(诺安)。应该利用本次股票资产的反弹, 在一定的位降低股票配置, 增加债券配置, 从全年的角度考虑, 均衡配置是较好的策略(中海)。

- **配置风向:** 今年要注重获取阶段性的收益。要在经济和政策的不确定中, 寻找那些相对确定的行业和企业(诺德)。随着市场逐步回归均衡, 围绕07年报及08年一季报引发的结构性调整将成为后期反弹的主基调。近期建议关注银行和地产, 这两个板块对宏观数据预期提前做出反应, 并且调整幅度较大(鹏华)。在一季度市场整体业绩低于预期的时候, 还是有一批行业的业绩高于分析师的平均预期, 同时通过毛利率表现可以看出, 未来行业趋势还是非常不错, 比如医药、零售、信息软件、食品饮料、煤炭、机械等(交银施罗德)。包括农业、化工、煤炭、新能源、水泥、钢铁、工程机械、铁路建设等行业将在二季度获得进一步的投资机会, 将根据市场变化增加这些行业的配置比例(中海)。继续保持终端零售和上游资源的相对较重配置; 同时仍会将一些放在长周期里来看估值已相对合理甚至被低估, 且资质良好的上市公司股票放到股票池里。相信在CPI逐渐回落、经济软着陆的形势基本形成的过程中, 许多行业将经历价格扭曲的重新纠正和行业结构的重新洗牌, 届时将会有更大的实质性投资机会涌现出来(博时)。行业景气度高、确定性供给短缺带来的消费、医药、煤炭等行业的投资机会值得关注; 而从主题投资方面, 通货膨胀、节能减排、资产整合等主题带来的投资机会仍然值得关注(招商基金)。继续在煤炭等资源性优势行业中寻找投资机会(巨田)。建议重点关注能源、新能源和农业板块, 电信重组预期下的通信股也可以短线留意。短期回避金融、地产等受调控影响较大的板块, 但不宜杀跌, 这些板块目前估值很低, 应时时关注他们的估值安全边际(工银瑞信)。后市看好大农业、煤炭和并购重组机会三条投资主线(国海富兰克林)。重点关注防通胀能力较强的板块, 同时关注能源、煤炭等板块(国投瑞银)。从行业的利润增长预期和现时估值水平看, 我们认为金融业和部分基础材料、工业中的个股具有很好的投资机会, 而通胀环境下消费领域的一些企业值得关注(中欧)。煤炭、新能源、医药、券商、钢铁等都是我们较为关注的板块(信诚)。如果宏观面的状况比预期的要好或推出股指期货, 则蓝筹指标股将带动市场出现一波较大的反弹行情(长城基金)。

汇添富基金	◇ 2008年一季度全部A股上市公司净利润同比增长26.8% (沪深300指数一季度业绩同比增长21.5%), 与07年相比呈逐季回落态势。除去金融、电力和石化板块之外的其他行业, 整体业绩仍在高速增长。其中电力和石化行业的业绩下降是源于政策性亏损。由于美国很可能会结束降息, 美元反弹, 这为我国降低通胀提供了较好的国际环境。人民币升值的速度可能会大为放缓。预计4月份的通胀数据会较3月份环比有所下降。如果这个能够持续, 将为我国宏观经济的软着陆带来良好的契机。奥运前, 应该不会推出对市场不利的政策。5月份在政策环境是较为有利的月份, 市场普遍预期在5月份会出台融资融券。由于投资者信心的全面恢复, 预计市场将会出现反复活跃的局面。
景顺长城	◇ 从上市公司的一季度数据来看, 企业每股盈利同比增长14.5%, 较去年全年以及一季明显放缓; 利润率亦有小幅收缩。政府在3000点左右频出救市金牌, 促使市场构筑阶段性底部。但未来左右市场大趋势的还将是基本面因素。宏观方面, 将继续关注CPI、PPI、政府宏观调控政策变化。微观层面, 需要继续观察企业利润率的变化, 关注盈利预测可能面临的下行风险。目前市场整体估值为大约21倍的08年市盈率, 对于新兴市场来说并不算高。因此在短中期内我们比较谨慎, 但对A股长期牛市看法未变。我们旗下基金仍维持中等仓位, 持仓仍较均衡, 集中在与内需相关的金融服务业、消费品、地产、商业、医药、通信等行业中的优质蓝筹股票上。
巨田基金	◇ 从管理层的各种信息看, 维护金融安全与稳定是未来相当一段长时间的政策着力点, 前期的大小非减持新规以及上周五中国平安公告6个月内不考虑递交增发A股申请等等诸如此类利好, 管理层不断发出稳定市场的信号, 在北京奥运越来越近的时机, 其用心值得投资者斟酌。市场经过调降印花税利好后的急涨, 部分个股出现了超过40%的反弹幅度, 技术上有获利回吐的要求, 近期市场维持反复震荡格局, 投资者心态趋于谨慎, 信心进一步恢复需要时间。从政策角度看, 3000点附近的政策底支撑会较为强劲, 因此即使本周的各种宏观经济数据会有压力, 从紧的经济调控政策不会改变, 甚至有加息的担忧, 但是在当前政策环境下, 我们判断大势逐步走稳的概率偏大, 个股走势可能进一步分化, 建议继续在煤炭等资源性优势行业中寻找投资机会。
招商基金	◇ 我们判断后期市场有望继续震荡上扬。本周将公布的经济数据是超过还是低于市场预期将主导近期市场行情的演进方向, 如果本周公布的数据低于预期, 将导致市场再度陷入调整。上周公布的4月份环比小幅上升的PPI数据引起投资者对CPI反弹的担心, 引发政策紧缩担忧并导致市场陷入调整。我们认为CPI指数从5月份开始将可能进入逐步下降阶段。目前市场对二季度上市公司业绩预期普遍较好, 对奥运会前政策层面的预期也偏正面; 而外围市场近期持续向好也为市场提供了较好的外围环境。近期成交量的放大显示市场人气仍在聚集, 目前沪深300指数预测市盈率在22倍以下, A股市场仍具有较好的投资价值, 我们倾向于新的经济数据会降低市场的担忧, 市场的中期反弹行情依然在望。从风格选择来看, 目前大盘蓝筹股估值水平仍然较低, 而流动性相对较好、业绩增长更为稳定; 从未来的基本面来看, 行业景气度高、确定性供给短缺带来的消费、医药、煤炭等行业的投资机会值得关注; 而从主题投资方面, 通货膨胀、节能减排、资产整合等主题带来的投资机会仍然值得关注。
诺德基金	◇ 从目前的情况来看, 经济政策虽然仍然保持紧缩态势, 但在二季度应不至于有加码的风险; 而从中国平安今日的表态来看, 管理层对于再融资和解禁股减持, 在今后一段时间内显然会保持无比慎重的态度。总体上说, 市场至少有了一个喘息之机。如果考虑的更长一些, 经济形势的发展状况会对市场有决定性的影响, 而经济前景, 从目前来看至少是不确定的。通胀仍然会是一个大的问题, 正如央行周小川行长日前在布鲁塞尔表示的那样, 二季度通胀压力或有缓解, 但全年不确定性仍然存在。事实上, CPI在较长时期内维持较高的水平, 几乎已经是个必然的结局。这不是中国才有的问题, 这是全世界的问题——资源品价格的持续上涨, 最终必然会传导到消费层面。在外部需求动荡的情况下, 如何管理和调节物价水平变化以及由此引起的经济

	<p>中各种利益主体的预期和行为, 对于经济政策是一个极大的挑战。在雪灾之后, 管理层对经济的态度已经从去年年底强硬紧缩的立场上有所缓和, 现在经济管理的思路或许可以通俗地描述为“一颗红心, 两种准备”: 在经济增长令人满意的情况下, 政策保持紧缩; 如果出现比较大的减速, 当局仍然会有足够的意愿和手段来刺激经济保持合适的速度增长。如果要落实到具体的投资策略, 事实上还是以前反复讲到的那些老生常谈: 第一, 今年要注重获取阶段性的收益; 第二, 要在经济和政策的不确定中, 寻找那些相对确定的行业和企业; 第三, 在市场的大喜大悲中保持良好的心态和清醒的头脑。</p>
<p>诺安基金</p>	<p>◇ 展望后市, 主要受以下因素困扰: 蓝筹股、题材股短期上涨幅度较大, 获利盘和套牢盘兑现欲望大, 回调需求较大; 4月份的CPI为8.5%, PPI为8.1%, 显示通胀压力依然较大, 货币政策难以放松; 2008年一季报业绩已经披露完毕, 一季度业绩增速受到成本上升和投资收益减少的影响出现放缓的迹象, 另外, 人民币升值对出口的影响亦渐渐显现。总之, 虽然目前市场得到了政策面的强力支持, 但由于宏观面仍面临较大不确定性, 估计后市仍以震荡整理为主。</p> <p>◇ 诺安价值——2008年5月份A股市场能否延续反弹行情, 仍然取决于宏观经济基本面, 主要看通货膨胀率走势以及宏观紧缩力度。本基金对通货膨胀率走势持相对乐观态度, 认为中国经济未来减速风险大于通胀失控风险, 政府宏观调控力度有可能会适当缓和。因此本基金对5月份A股市场的行情持谨慎乐观态度。5月份本基金的仓位将继续保持在目前水平, 致力于优化组合的资产配置。就行业资产而言, 本基金将逐渐降低周期性行业的配置比例, 提高非周期性行业的配置比例。就个股选择而言, 本基金倾向于选择那些在业内具有显著竞争优势或有自主创新和内生增长能力的企业。//诺安平衡——本基金4月并没有大的操作, 稍减了一些有色股和航空股, 增加了一些地产股。目前组合超配的有地产、煤炭、造纸和消费等板块, 但也均是略为超配。5月可能会是比较敏感的时期: 一、美国经济刺激方案将要实施, 财政支出也将加大, 美国的经济数据不知能否出现短期的好转; 二、国内CPI能否像市场预期的那样到达高点回落, 并引发市场对紧缩政策放松的预期。我觉得2种可能性都会有, 美国经济刺激方案虽然从长期看无济于事, 但短期可能有点效果。国内的核心CPI, 像蔬菜、猪肉和食用油应该会得到稳定, 但中期看CPI环境不容乐观, 工资上涨和通胀预期的循环会导致更全面的通胀。此外, 粮价的上升也是未来的一大隐患。市场真正转机的来临需要我国经济基本面良好, 也需要市场更加适应上述这些经济现象。像调整印花税等维护市场的措施长期看只是市场噪音, 但从目前看, 政府在奥运会前夕营造一个稳定的社会和经济局面的决心很强, 不排除这段时间政策市能起到很强的效果。5月本基金的组合不会有大的调整, 因为在市场噪音引起的市场向上或向下的波动中, 行业或公司基本面的情况不会是市场表现的主导因素, 行业配置或个股选择可能效果有限。</p>
<p>信诚基金</p>	<p>◇ 上周A股市场走势总体表现为冲高回落, 上受到估值压力、下有政策导向支撑, 基本在一个相对窄幅的区间中波动。市场除了上面受到估值压力外, 还有预期较高的4月CPI数据的压制, 今天公布的4月CPI同比上涨8.5%, 略高于此前市场预期, 但是从结构上看, 价格的上涨还是基本控制在食品部门, 这比原有的市场预期好一些, 说明目前并没有进入全面通胀。不过, 需要注意的是, PPI同比上涨8.1%, 主要是因为石油价格的上涨, 这使得通胀的压力仍然很大, 如果上游的价格松动并向下游传导, 那么非食品的价格也将面临较大的涨价压力。我们将密切关注通胀的变化, 并在其中发掘更多的投资机会。煤炭、新能源、医药、券商、钢铁等都是我们较为关注的板块。</p>
<p>交银施罗德</p>	<p>◇ 交银成长基金经理周炜炜: 在过去的几个星期里, A股市场投资者经历了大悲大喜的过程。投资者对阶段性底部普遍认同, 但在对宏观面还缺乏进一步数据支持的前提下, 许多人会更倾向于认为市场将上下两难、区间震荡。然而, 更为重要的是, 在未来一段时间里, 投资者都得以</p>

	<p>有机会重新审视相关基本面数据,对行业和公司的投资机会进行重新评估。在过去的一个季度中,投资者几乎连判断估值是否合理的勇气都没有,因为市场的表现验证,只要单向卖出就不会有大的错误。更有许多人认为市场会接着向下修正“undershooting”至更加便宜的区域。现在,我们可以再检讨一下自己的观点是否过于悲观,是否可以趋向乐观了。在上证指数3000点附近,连续的政策出台短期内打破了市场继续全面向下修正的可能。但是,许多投资者可能没有注意到,市场的结构性反弹在政府出台大小非解禁指导意见和下调印花税之前就已展开,主要集中在金融、能源、建材等与H股估值接近的A股大市值板块。在上证指数下探3000点时,这一批公司已在过去近一个月的时间里,从最低位上涨了10-20%。原因也很简单:在上证指数接近3000点的过程中,即使市场没有政策的利好预期,有一批投资者已经认为市场逐渐进入合理估值区域了。H股提供了一个很好的估值坐标。国企指数自3月18日见底时的10449点,到4月23日印花税政策出台的13838点,已上涨了约30%。由于A/H股溢价的降低,国企股的强劲表现使A股大市值板块悄悄地发生了结构性反弹。显然,从这一批公司的提前反弹来看,除了宏观面和政策面以外,投资者还会通过关注市场估值和盈利的可持续性来判断市场的阶段性买入机会。确实,许多投资者现在看今年4月份上证指数3000点时,会觉得市场总体估值还是可以接受的,当时08年的动态市盈率大约为20倍;对应的沪深300指数为3120点左右,08年动态市盈率在18倍。从P/E来看,在上证指数3000点左右的位置,市场回到了过去两年的相对低位。当然,这都是假设08年市场整体盈利增长为20%的基础上得出来的结论。但是,经过过去一段时间的上涨后,目前投资者要检验两个问题。首先,简单从P/E估值的角度来看,目前上证指数又达到了08年二十三、四倍的市盈率水平,对应20%的盈利增长,既不能说昂贵,但也不能说便宜了。同时,A/H溢价达到了50%左右,又回到了历史平均溢价之上。而从最后几天交易日来看,H股显然弱于A股表现,因为自此,国企指数已累计上升40%。根据最新的高盛公司的反馈,香港的投资者目前开始担心市场大幅上涨后企业盈利的可持续性。在担心宏观面不明朗从而影响企业盈利趋势的环境下,可以理解许多投资者对从目前点位继续上涨的动力和空间表示谨慎,尤其是对于那些在四月份已有相对较好表现的大市值板块,似乎在五月份还是缺少趋势性机会。其次,更为关键和有意义的是,不同行业 and 公司的盈利趋势如何呢?记得二月底我在每周视点中提到,年报、季报是很好的“验明真身”的时刻。现在,一季报都已经出完了。总体来讲,一季度业绩低于市场预期,只有23%的增长,而预期为30%的增长。但是,我们还是可以从一季度的分行业的业绩披露中看出有一批景气行业的存在。在一季度市场整体业绩低于预期的时候,这一批行业的业绩高于分析师的平均预期,同时通过毛利率表现可以看出,未来行业趋势还是非常不错,比如医药、零售、信息软件、食品饮料、煤炭、机械等。当然也有一批行业的趋势不尽如人意。相信行业分析师会相应地调整各行业和公司的盈利预估。投资者自然会在这些行业里探寻出投资策略和思路。所以,五月份以后,在我们判断市场走向的同时,可能要更加关注上市公司盈利的质量和可持续性。市场企稳后,结构性的机会会有很多。一季度公司和行业业绩的结构化趋势或许已经给我们指出了一些方向。总之,在五月份,让我们重新审视基本面!</p>
<p>中海基金</p>	<p>◇ 本轮行情并不是反转,市场的中长期走势以及反弹的高度依然取决于宏观面。5月份可以积极把握产品涨价和基础建设投资两大主题。回顾历史,政策面的利好并不会改变股票市场的长期趋势。以印花税为例,最近的两次调整分别为2005年1月23日印花税由0.2%调整为0.1%,股市微升后下跌,6个月后开始持续上涨。2007年5月印花税由0.1%上调至0.3%,股市短期大幅下跌,随后回升再创新高。短期可以明确的是3000点附近基本确认是一个中期底部,对应2008年市盈率19倍以下,2009年市盈率16倍以下是一个比较安全的区域,或者可以认为是市场和政策共同构筑的底部,但在反弹到一定幅度后,最终依然取决于宏观经济判断。宏观经济趋势将是决定</p>

	<p>股票市场中长期走势的核心因素。经济周期从复苏走到过热是共识, 分歧在于部分投资者认为目前周期又从过热走向了滞胀, 而按照历史经验, 滞胀周期是股票市场表现最差的阶段。目前最重要的结论来自于对物价上涨趋势的判断, 如果粮食价格不再出现超出预期的上涨, 由于基数的原因, 下半年的通胀会显著下降, 全年央行最多加一次息, 目前认为经济周期进入滞胀还为时尚早。基于对中国经济周期的判断, 本次股票资产回升提供了再平衡机会, 投资者应该利用本次股票资产的反弹, 在一定的位降低股票资产配置, 增加债券资产配置, 从全年的角度考虑, 均衡配置是较好的策略。在通货膨胀的背景下, 只有能够抵御通胀的公司才是好公司, 或者是处于最上游分享价格上涨, 或者是具有核心竞争力能够提价。而在货币政策遭遇瓶颈的背景下, 财政政策的作用正不断体现, 从奥运到世博, 中国正进入新一轮基础设施建设的高峰, 使对应的投资机会逐步体现。综合两方面主题, 中海基金认为, 包括农业、化工、煤炭、新能源、水泥、钢铁、工程机械、铁路建设等行业将在二季度获得进一步的投资机会, 将根据市场变化增加这些行业的配置比例。</p>
<p>易方达基金</p>	<p>◇ 基金经理林飞: 在经济增长放缓和通胀加剧的背景下, 市场对未来经济下行风险的担忧还在增加, 外围商品价格继续上涨和整体经济减速, 进一步增加了经济政策选择的难度, 市场这个阶段的反复基本反应短期相对积极政策面和中期宏观经济不明朗之间的徘徊和犹豫。虽然二三月份大小非解禁的高峰期已过, 新批基金的节奏也在加快, 但偏紧的资金引发的抛售压力使市场仍然面临阶段性供求失衡的风险。5月初对已经披露结束的年报业绩和季报业绩的统计显示, 剔除掉金融公司与中石化, 其余1424家拥有可比数据的A股公司, 一季度共实现利润总额1150.8亿元, 同比增幅为21.8%; 共实现净利润合计917.9亿元, 较上年同期709.3亿元的净利润相比, 同比增幅为29.4%。其中仅有3.2%的净利润增长为投资收益因素贡献的, 比上年同期有较大幅度减少; 另外, 净利润增速之所以远快于利润总额增速, 与上市公司所得税税负水平下调有密切关系, 税负下调因素推动净利润同比增长13.9%。正如年初所讨论的, 08年是中国经济抵御外围经济波动、完成增长模式转变过程中非常关键的一年, 增长过程中的结构变化将成为重要的影响因素, 虽然目前国际国内都面临各种不确定因素, 但仍然看好调整之后的中国经济在新的平台上有可能实现的增长。在市场投资供给逐渐充裕以及上市公司盈利增速放缓的背景下, 08年注定是市场较为波动的一年, 目前整体估值水平已经下降到08年22倍左右, 回到了2007年年初左右的水平, 从历史水平来看处于相对合理的区域, 预期在经济数据仍未明朗之前, 结构性变化对市场的影响将重于整体估值水平变化趋势对市场的影响。</p> <p>◇ 易方达价值精选基金经理助理冯波: 市场大幅振荡反映了市场各方对后市看法的冲突。一方面宏观经济的不确定性依然存在, 市场担心经济可能出现的恶化; 另一方面经过前期大幅调整, 市场估值水平已大幅下降, 同时, 政府对大非解禁股流通的限制, 以及降低印花税, 也充分反映了政府对市场的关心和呵护。美国经济也出现了一些新的变化。市场普遍预期美国次级贷款在金融领域已比较充分地反应, 美国近期就业数据、一季度GDP增长等也好于预期。虽然美国经济衰退趋势并没改变, 但衰退程度还需重新评估。对后面市场的走势, 我们谨慎乐观。从宏观经济的角度来看, 目前情况并没有发生大的变化, 但市场对宏观经济变化的预期在股价中已有体现; 从资金面看, 政府对大非解禁股流通的控制表明了政府的态度, IPO、再融资等在必要时也有可能成为政府调控的手段。前期股票估值的大幅下调也有利于市场趋稳。在不确定性较大的市场状况下, 应密切关注近期将公布的宏观经济数据, 这有可能会对市场产生重大影响。</p>
<p>银河基金</p>	<p>◇ 板块轮动在本周延续, 概念板块的活跃为其主要特征, 电力、汽车等行业板块也具有一定代表性。而随着券商、地产、银行等板块的休整回落, 甚至回补跳空缺口, 预示着一轮板块轮动的结束, 当然这仍然属于本轮估值修正行情的延续。目前来看, 后续行情的发展毫无疑问将转移到通胀等经济面的因素上来, 上周PPI数据的公布则是一个新起点, 本周包括CPI在内一系列经</p>

	<p>济数据公布会使这些预期更为明朗化。当然, 4月PPI数据传递出来的并不是一个积极的信息, 尽管其上涨幅度略低于一些研究机构的预期, 但通胀对工业企业盈利的负面影响正变得愈发明显, 油价持续大幅上涨也加剧这种担忧。</p>
<p>博时基金</p>	<p>◇ 博时第三产业基金经理邹志新: 1573 家上市公司, 今年第一季度共实现净利润2684 亿元, 剔除缺少去年同期数据的样本, 1565 家可比上市公司一季度净利润较去年同期增长了17.38%。相比去年49%的增长, 增幅有所回落。如果剔除掉电力、石油、石化行业的上市公司, 其余1495 家可比上市公司的一季度净利润同比增速上升至49.61%。将价格管制因素从分析可比上市公司利润增长的过程中剔除的方式, 在一定程度上人为放大了价格扭曲情况下的上市公司的盈利能力。应该意识到, 资源和能源价格扭曲无法长久维系, 极限情况下各种补贴终有被耗尽的一天。长期而言价格管制将逐步放开, 使价格本身能够发挥市场调节资源分配的指示性作用。但是, 对电力、能源价格控制放开之时, 上市公司的总体成本水平也将上移, 从而影响上市公司净资产收益率水平和总体盈利能力。无论是对大小非减持的限制性规定还是印花税的降低, 都表明了国家对推动证券市场稳定健康发展的高度关注与重视。政策性的因素预计将在未来一段时间显现较好的拉动效应。这是因为: 一方面股指本身下滑过急过快, 泥沙俱下, 由于恐慌心理导致错误抛售优质股票, 客观上有些公司已经存在相当的投资价值。另一方面, 市场资金面上并不是非常紧张。再次, 今年5月到8月之间是大小非减持数量相对较少的时期。本基金的投资策略仍是“抓两头, 找低估”。所谓“抓两头”是指继续保持终端零售和上游资源的相对较重配置; 同时我们仍会将一些放在长周期里来看估值已相对合理甚至被低估, 且资质良好的上市公司股票放到股票池里。相信CPI逐渐回落、经济软着陆的形势基本形成的过程中, 许多行业将经历价格扭曲的重新纠正和行业结构的重新洗牌, 届时将会有更大的实质性投资机会涌现出来, 在此过程中我们会深入挖掘、并买入持有这样的企业股票。</p> <p>◇ 博时价值基金经理余洋: 近期, 不少投资者把精力主要放在了股票市场自身的供求关系变化以及政策对股票市场的影响上。但长期来看, 主导股票市场变化的主旋律仍应是上市公司盈利增长的变化以及股票估值水平的起落。上市公司2008年一季报的公布目前已经全部结束, 根据测算, 全部A股上市公司净利润同比增长26.8%, 其中沪深300指数一季度业绩同比增长21.5%。盈利增长的速度在放缓, 石化、电力行业虽然由于制度性原因拖了盈利增长的后腿, 但如果政策性限价取消, 中游和下游行业的盈利会有所积压而导致此消彼涨。另外, 投资收益的“双刃剑”特色开始显现, 全市场投资收益占净利润的比例从2007年年报的29%下降到14.5%, 年初对盈利增长的悲观预期逐渐变成现实。中国A股市场的走势和上市公司基本面的变化趋势是吻合的, 但市场的变化速度超出了之前的预期, 同时也在一定程度上缓解了市场继续下跌的压力。目前沪深300指标股的PE水平大致在20倍左右波动, 按照2008年20% - 30%的盈利增长速度来看比较合理。股票市场的短期走势不全是反映基本面的变化, A股市场供求关系的变化, 使得投资者的情绪处于较为紧张的状态。市场对利空反应有些过度, 同时市场对于一些经济数据的敏感程度也影响到投资者的情绪。月度CPI数据甚至是房地产市场的周成交量数据, 都在直接影响相关股票的股价走势。影响A股市场的因素在增多, 本基金仍然会更多地关注上市公司的盈利和估值水平, 排除市场噪音的干扰, 平衡好投资的风险和收益。</p>
<p>上投摩根</p>	<p>◇ 双核平衡基金经理芮崑: 客观来看, CPI的涨幅要略高于市场之前的预期, 而在目前国内国际宏观方面复杂的局势下, 市场往往对于不确定性因素都比较厌恶, 这对市场肯定会造成一定的影响。在结构上, 食品类价格维持稳定, 月度环比甚至出现了一定的下降, 显示国家的一系列调控措施正在逐步显现效果, 我们认为只要政策应对得当, 国内通胀压力自然会平稳缓解, 整体呈现前高后低的走势。为加强银行体系流动性管理, 引导货币信贷合理增长, 中国人民银行决定从2008年5月20日起, 上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。在CPI数据</p>

	<p>公布之后, 央行旋即出台上调存款准备金率的政策, 这种迅疾反应体现了政府层面对于控制通货膨胀的决心和信心, 与周小川行长在陆家嘴论坛上货币政策重点防通胀的表态一脉相承; 从调控手段的选择来看, 本次出台的政策仍沿用了存款准备金率的调整, 并没有采取加息措施, 说明政府在政策抉择中仍会留意经济增长的目标。我们认为, 此次调控是对宏观数据的直接反映, 落脚点为宏观经济层面而非股市, 因此对市场的影响并不大。从影响股市中期趋势的基本面因素来看, 一季度企业盈利情况虽然整体水平只有20%左右, 但剔除石化等行业之后, 其他重点行业整体盈利都非常好, 譬如机械行业, 年初市场预测考虑到钢材涨价对于该行业盈利的挤压比较担心, 实际数据出来之后, 我们发现很多公司的毛利率降幅并不大, 结果比市场预期的要好。我们预期全年上市公司企业盈利仍能达到25%左右的水准。进入第二季度, 近期公布的美国经济一季度GDP仍呈现正增长, 认为美国经济陷入衰退的信心危机得以纾解, 外围环境和企业盈利都有明显的好转。但这并不表示未来的行情会一帆风顺, 回归基本面, 还有很大的不确定性存在, 国内上市公司在面对原材料价格上涨带来的成本上升和利润挤压中, 所采取的措施以及有效性仍有待考证, 我们认为抗干扰能力较强、成长性确定的上市公司将会体现出一定的优势, 我们会继续关注此类个股的投资机会。</p>
<p>南方基金</p>	<p>◇ 4月份, 居民消费价格总水平同比上涨8.5%, 季度环比增幅从3月份的9.1%升至9.7%, 比之前市场的普遍预期要高, 加上上周统计局公布4月PPI同比上涨8.1%, PPI涨幅已经连续9个月扩大, 创3年来新高, 这一系列宏观数据表明, 当前通货膨胀水平仍然处于高位, 政府抑制通胀的任务依然艰巨, 在较长的一段时间内将继续采取紧缩的宏观调控政策。但是从CPI涨幅构成来看, 食品价格上涨22.1%, 非食品价格上涨1.8%, 反映了目前的高通胀依然主要表现在食品领域, 而没有到达全面通胀的程度。在季节性因素的影响下, 中国的通胀压力有望在今年二季度得到缓解, 但全年的状况仍存在不确定性。为加强银行体系流动性管理, 引导货币信贷合理增长, 自2008年5月20日起, 中国人民银行将上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点, 达到16.5%, 这是年内第四次上调存款准备金率。央行此次行动, 是贯彻其一贯的紧缩政策, 表明其抑制通胀的决心, 没有加息而是上调存款准备金率, 可能是避免对实体经济产生过大冲击。考虑到A股市场上周经历了较为激烈的调整, 市场忧虑情绪或被提前释放, 而政策性利好仍不断出现, 管理层对股市的呵护心态较为明显, 未来股市有望延续震荡反弹的格局, 而反弹高度取决于宏观经济形势是否能逐渐向好, 宏观调控措施能否逐渐放松。</p>
<p>工银瑞信</p>	<p>◇ 上周大盘先扬后抑, 在连续反弹两周之后出现调整, 全周沪指下跌了79.62点, 跌幅达到了2.16%点, 深成指跌幅3.14%, 成交量仍旧保持了非常活跃的势头。沪市达6807.99亿, 为本次反弹的新高。这说明市场当前依然有一些盈利筹码没有消化, 存在继续调整的可能。同时也说明了在有投资者抛售的同时也有一些默默接盘的资金, 这说明在后市的方向选择上会有一番激烈的争夺。国家统计局公布数据显示, 4月份工业品出厂价格PPI同比上涨8.1%, 连续第4个月创3年来新高。说明国内需求目前仍然保持旺盛, 货币政策从紧的趋势仍不会变。而本周一公布4月份CPI为8.5%, 维持了很高的水平, 而之前中国人民银行行长周小川10日就表示, 目前货币政策更加关注的问题是反通胀方面的问题。他强调, 货币政策不能包治百病, 决策过程其实就是一个取舍的过程。这一切很明显的说明了管理层会继续出台货币紧缩政策, 准备金率和利率同时有上调的可能。另一方面, 管理层希望维持股市的稳定的态度也十分坚决, 中国平安6个月内不考虑递交增发A股申请, 是继印花税下调、规范限售股流通之后的又一个重要的利好。国务院副总理王岐山日前也强调, “必须把维护金融安全稳定放在首要位置。” 更有类似融资融券等后续的利好政策还将陆续推出, 将进一步强化新增资金的做多底气。因此, 在正负两方面的共同制约下, 股市短期的上下空间都将十分有限, “震荡市” 还会延续。我们仍旧建议重点关注能源、新能源和农业板块, 电信重组预期下的通信股也可以短线留意。同时短期回避金融、地</p>

	<p>产等受调控影响较大的板块, 但不宜杀跌, 因为这样的板块目前估值很低, 应时时关注他们的估值安全边际。</p>
<p>鹏华基金</p>	<p>◇ 我们认为, 上证指数从最低的2990点一口气涨到了上周二最高的3786点, 最大涨幅超过25%, 不少个股的涨幅超过50%, 这波反弹可以理解为对于市场整体估值体系的修复, 因此即使行业趋势不乐观的个股也出现了大幅的反弹。不过随着市场逐步回归均衡, 围绕07年报及08年一季报引发的结构性调整将成为后期反弹的主基调, 市场也将难现齐涨齐跌的局面。近期板块轮动特征明显, 且转换较快。近期建议关注: 银行、地产, 这两个板块对宏观数据预期提前做出反应, 并且调整幅度较大。对于5月12日的地震灾害, 我们认为不可低估对实体经济的影响。一般来说发生巨灾的地区, 都会给影响最大的地区带来毁灭性打击。相关资料表明, 从国内来看, 当时唐山地震的经济损失占了我国当年国民生产总值的3.8%, 从国际看, 如1995年发生在日本的神户地震与1976年发生在中国唐山地震震级相近, 而神户地震的经济损失预计占日本当年国民生产总值的2%。另外, 此次地震对于实体经济影响主要是西南和西北地区, 但不排除对其他地区的影响。对整体经济运行的冲击短期还不能确定, 要待具体数字公布后方能确定, 但对于投资者心理预期有一定的影响, 市场估计对此反应会有一个过程, 影响的程度可能会随着信息的逐步获得而释放出来。</p>
<p>长城基金</p>	<p>◇ 随着美国次贷危机局势的明朗, 国内的紧缩政策、上市公司的业绩增长和政策面都将趋于明朗, 市场也就将寻求到一个动态的均衡。在这种状况下, 市场博弈格局的关键因素就转化为新进入者与原有二级市场投资者之间的价格博弈。原本为从事实业的投资者因持有的限售股解禁而成为二级市场的新进入者, 他们对资金的需求、对股票价值的评估以及对市场未来趋势的判断, 是影响其减持行为的三大因素。双方博弈格局的演变就是向着价值型投资的分红回报和成长型投资的PEG都分别达到一个与宏观环境和微观企业盈利水平相适应的动态合理水平的方向发展。在博弈的过程中, 市场今后的每一次反弹都将面临着解套盘和解禁盘的双重压力, 估值水平将在市场供求关系的变化中不断寻求动态的均衡点。市场的运行趋势也就是以震荡调整为主, 而在制度性的突发因素——股指期货推出的影响下, 市场博弈的格局将会有所改变。具体到二季度, 解禁压力相对小一些, 经过持续大幅度调整的市场将使政策对市场的支持力度可能加大, A股向下调整的幅度将会比较有限, 但上涨的动力也并不充足, 震荡而非单边调整的可能性较大。如果宏观面的状况比预期的要好或推出股指期货, 则蓝筹指标股将带动市场出现一波较大的反弹行情。</p> <p>◇ 股改将股权分置的市场格局改变为全流通的市场格局, 但主要还只是完成了制度层面的改变, 真正的全流通在行为上还只是开始。从博弈的角度来分析, 游戏规则的改变将带来投资理念和投资行为的变化, 进而对市场的运行趋势产生影响。这是当前以及今后2-3年市场博弈格局演变的最关键因素。博弈格局的改变实际上就是增加了一个新进入者或者说其原有的角色被转换, 就是原来从事实业的投资者成为了二级市场的参与者。这一新进入者所具有的最大优势是以极其低廉的价格拥有大量的筹码, 对二级市场的冲击则取决于他们抛售意愿强烈的程度。他们原本是创业者, 如果不是控股股东, 及时套现以获取大量丰厚的收益成了抵挡不住的诱惑; 他们也许是战略投资者, 到了套现的时候, 收获成果是顺理成章的事情; 他们即使是控股股东, 为了满足资金的周转或者在高估值时兑现部分收益, 也不会影响他们的控股地位。最重要的是, 只有这些新进入者才真正知道股权背后的公司载体所具有的真正价值, 只是不一定知道“市场先生”的情绪而已。当市场处于高估格局的时候, 这些新进入者具有的大量廉价筹码必将对市场造成很大的冲击。从目前的市场容量来看, 截止到3月28日, 沪深两市股票总市值为29万亿元, 流通市值仅有8万亿元, 虽然说解禁与减持并不等同, 在保持国有股权稳定和保持控股权的背景下, 大规模的减持很难发生, 但21万亿市值的股份不断解禁, 即使少部分进入二级减持,</p>

	<p>对流通市场的压力都是很大的, 而且压力是持续的。由于A股市场在股权分置下流通市值较小的大杠杆效应, 他们按照现有市价获得的股权增值收益已经远远超出了当初的想象。如果是在市场的低估和低迷的状态下, 他们也许还有做大市值的意愿和动力, 但在目前高估的状态下, 急于兑现超额收益将成为其本能的选择。而且解禁有先后, 先解禁者预期到后面还有更多的解禁抛售压力, 他们博弈的最佳选择自然就是及时把握领先优势。3月份“中国平安”解禁时媒体报道“铝业股份”的“火速抛出中国平安”的行为就是一例。当然, 大多数大型国有控股股权股份的解禁只是法律意义上获得了流通权, 实际上并不会对市场造成实质性的冲击。博弈格局的改变更多的是体现在估值水平和投资理念方面。新进入者与原有的二级市场投资者具有完全不同的估值水平的要求。比如我们现在所说的低价股, 与市场平均绝对价格相比似乎有价格优势, 但是其几十倍甚至上百倍的估值水平, 要投资几十上百年来收回本钱, 从实业投资的角度将, 根本就不可想象。从“重置成本”的角度看, 以几十倍甚至上百倍的估值水平卖出股权, 再去投资设立相同盈利水平的企业, 就不是只能建立一个、两个相同企业的问题, 而是可以建立几十个同样的企业。这样一比较, 及时套现是极为划算的行为, 更何况以后还有以极低的价格把企业重新买回来的可能。同样的估值水平, 不一样的投资理念, 就有不一样的投资行为。新进入者对市场的冲击不仅仅只是在于供给量的压力, 还在于对估值中枢和投资理念的冲击。在新进入者的构成中, 由于具有信息和筹码的优势, 大股东在定价权方面显然要强于其他投资者。既然真正的全流通正在实现, A股市场定价权的主导者就不会是普通投资者, 也不会是机构投资者, 更不会境外投资者, 而是占有最大优势的大股东或“大非”。他们在低景气与低估值时, 直接在二级市场进行增持或者注入资产以增大持股比例; 在高景气与高估值时, 在不失去控制权的情况下进行减持或者进行类似“中国平安”的超额融资。在真正“三公”的原则下, 这种资本运作将在不断的博弈过程中促使估值水平达到动态的均衡。而随着大股东对股价控制力的不断增强, 整个A股市场的估值也将洗去浮躁, 变得更为理性。市场博弈格局变化的另一个突出特点, 就是基金运作机制中的资金流变化, 从前两年强烈的正循环格局, 转向逐步明显的负循环格局。在市场趋势走弱过程中, 流入基金的资金不再像前两年那么急切和疯狂, 而是在缺少了赚钱的示范效应之后出现了下降, 逐步趋于理性。这一格局改变的直接效应就是前两年作为利好的上市公司再融资信息, 往往引发股价强烈的正面反应, 甚至出现投资者要求上市公司进行再融资的极端情况, 但是到了今年一季度, 却以暴跌对待, 再融资与解禁一样令市场闻风色变。消化限售股的解禁压力, 均衡市场资金的供求关系, 除了由时间和估值中枢的下移来解决外, 政府的制度安排也应当发挥效用。在监管层能够控制的IPO、再融资和国有股权的减持或转让以及社保基金的承接等方面, 政府可以平滑市场的波动, 给市场以明确的预期和应有的信心。</p>
国海富兰克林	<p>◇ 富兰克林国海深化价值基金经理张晓东: 后市看好大农业、煤炭和并购重组机会三条投资主线。农产品价格继续大幅上涨的预期十分明确。农产品价格的上涨, 一定会对上下游资源、企业带来巨大变化, 因此要研究整个大农业概念。国海富兰克林对煤炭行业的评价是“供需关系偏紧将持续, 行业保持较高景气”。2008年煤炭行业投资主要考虑两条主线: 一是价格上涨, 二是资产注入与整合。目前很多煤炭企业都是大集团, 小上市公司的形式。如果采矿权问题解决, 大同煤业定向增发顺利完成, 预计其他一些公司也将在2008年启动对母公司的资产收购进程。看好集团本身盈利能力强、采矿权问题障碍小的企业。另外, 中长期还应关注大型企业整合地方煤矿的进程。2008年中拟订并购重组的企业很多, 这里面存在大量的投资机会, 并购重组能让资源整合、结构优化, 从而提升企业运营效率和能力, 对企业未来发展有推进作用。但不是任何一个并购重组都值得参与和把握, 一定要对行业、公司具有深入的了解。如前所说, 煤炭行业整体处于景气评级, 因此该行业的并购重组机会是相对确定的, 值得关注。</p>

<p>汇丰晋信</p>	<p>◇ 国家统计局5月12日公布的数据显示, 4月CPI(消费者价格指数)同比增速高达8.5%, 连续3个月突破8%。当日下午, 为加强银行体系流动性管理, 引导货币信贷合理增长, 中国人民银行决定从2008年5月20日起, 上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。同样是5月12日下午, 四川汶川传来强烈地震的消息, 两大交易所对受灾地区66家上市公司5月13日起实施停牌。4月份CPI涨幅超出了市场此前8.3%左右的预期, 但从其他经济指标数据来看, 出口仍然比较强劲, 消费也维持较高速度的增长。投资方面的数据还没有出来, 但考虑到4月份是第二季度第一个月, 按照以往惯例, 预计银行方面的信贷增长仍会维持较高速增长, 投资势头将保持强劲。因此综合来看, 宏观经济仍然在高速运转, 状况良好。从紧缩措施来看, 比原本预计的加息要来得温和。准备金率的调整主要是对流动性从数量上进行控制, 而非对资金价格(利率)进行调整, 后者会更为严厉, 紧缩的效果也更大。调高存款准备金率一定程度上降低了短期内加息的概率, 但预计通胀压力还会有所增加, 目前也不能完全排除后续会加息的可能性。CPI超预期、调高存款准备金率以及地震, 对于股市的影响应该是负面的。但我们认为, 这种影响是短期的。在承受了调高存款准备金率、地震两大利空的打击后, 综合12日、13日的情况来看, 指数累计下跌约40点, 跌幅还不到2%, 说明市场承受风险的能力在逐步增强, 这是过去6个月来最明显的改善。市场抗跌, 最大的支持在于当前的估值处于相对合理的水平, 诸多利空已经被市场逐渐消化, 这是企稳的重要标志。另外, 宏观经济走势依然良好, 这也是对股市的有力支持。在当前的情况下, 我们不会因为这样的突发因素而改变既定的投资策略。反而是市场过度悲观情况下所产生的一些低吸机会, 是我们目前正在积极关注的。从最近的管理层一系列举措来看, 对于证券市场的呵护溢于言表, 而且对于大小非抛售的限制也在逐渐加强, 毫无疑问这些都给了投资者以信心, 所以现在投资者们关注的重点就转换到了宏观经济面的走势上来, 8.1%的PPI增幅还是使得高通胀的压力挥之不去, 在高通胀以及人民币升值的情况下, 企业盈利的能力必然会受到冲击, 这才是目前的投资者们最关注的问题。其实在目前世界经济全球化的走势之下, 没有一个国家能够独善其身, 目前中国的通胀压力的形成是多方面的, 固然有一季度雪灾的影响, 还受到国际大宗商品价格居高不下, 以及国外资本市场走势的影响, 所以在面临这种复杂的形势时, 审慎稳健必然是管理层的选择, 而且最近政府出台的一系列措施也在逐渐的显现成效, 所以相信在接下来的二季度宏观面的走势会越来越越好。在这种纷繁复杂的环境之下, 选择受到内需增长拉动同时又具有很好的内生成长性的蓝筹股无疑会是比较稳妥的决定。同时, 随着二季度雪灾对CPI翘尾因素影响的减小, CPI必然会逐步走低, 市场或许会在一段时间的持续震荡中走向反弹。</p>
<p>国泰基金</p>	<p>◇ 上周呈现了小幅回落的态势, 表明市场在经历了一轮反弹以后开始首次面临阻力。基本面显露出了一丝曙光, 但宏观经济的走势究竟如何仍不明朗。四月的PPI数据再次创出新高, CPI也可能会比原来市场预期来的高, 短期市场的不确定性有所增加。上周大盘股的表现继续强于小盘, 风格变化继续呈现。虽然受到了众多传言的影响, 金融、地产等行业业绩相对明朗并保持高速增长预期是重要的因素。短期内大盘蓝筹的估值优势仍是我们看好的。我们相信, 短期内市场继续上涨的动力仍然存在, 未来的经济不确定性似乎比之前一阶段也有所减弱。短期内通货膨胀高涨仍将维持, 但下半年出现一定的回落仍是可以预期的。</p>
<p>东吴基金</p>	<p>◇ 东吴嘉禾基金经理魏立波: 我们比其他的投资者更加的乐观, 首先, 我们认为上半年通胀的翘尾因素在下半年不能延续, 在新增涨价因素减弱的情况下, 下半年将逐渐下滑。同时我们也注意到滞后6个月的广义货币也会对通胀产生影响, 因此自去年底开始的货币信贷紧缩也将出现显著影响。央行的货币的变化值得我们的关注, 尽管市场将对后续的加息揣测很多。我们的态度是, 央行将在这方面非常的慎重, 从周小川行长在陆家嘴论坛的讲话, 我们可以管窥部分: 首先, “美元的利率政策……产生牵制性的作用。” 我们相信央行在利率方面的政策必须将美</p>

	<p>国的未来利率政策考虑在内。第二,“在货币政策诸多政策目标之间,还是需要有所平衡、有所取舍,有些方面是有矛盾的。”尽管央行对于通胀问题非常关心,但是“经济增长、就业、国际收支平衡、通货膨胀、金融机构的健康和金融市场的发展”等目标做出取舍,这将是痛苦的过程。最大的变化在于政策面的积极影响,我们可以明显的感觉到在“后股改时代”,管理层对于大小非的流通权的监管正在做出细化,后续将出台更多的措施来遏制大小非违规流通而给二级市场带来的冲击。总体而言,我们认为这波反弹可以延续到8月大小非减持的一个年内高峰,主要关注下面几个方面:首先,密切关注通胀的温和化,以及宏观面的企业利润的改善;其次,在本轮反弹中风格优势值得重视,除了我们之前反复提出的哑铃策略外,小市值、高成长股票将会再度活跃;最后,宏观调控的变化中受益的板块以及,在通胀中,一些企业的盈利模式将发生变化,从而提高管理的效率;部分企业将通过新技术的自主研发而产生新的机会。</p>
<p>国投瑞银</p>	<p>◇ 宏观方面,上周五公布了4月份PPI为8.1%,创下近三年的新高。国投瑞银认为虽然食品价格推动的通胀压力已经在减轻,但由于PPI的绝对数及增速高企,核心CPI短期内高位运行,通胀的忧虑或将导致短期市场继续维持震荡格局。从外围市场来看,随着美国的降息以及一季度美国经济增长数据超预期,市场普遍认为次贷最坏的时刻或已过去。国内政策方面,一方面,证监会加强查处违规减持解禁股、中国平安宣布未来6个月不进行增发,以上信息均为短期内市场的稳定提供支持。另一方面,周小川表示“中国的货币政策当前更加关心的是反通货膨胀”。国投瑞银认为,目前国内的通胀走势仍是主导市场多空选择的主要因素,即将公布的4月CPI数据若继续维持高位,不排除A股市场估值中枢继续下移的可能性。但从中长期来看,下半年CPI稳步回落的可能性较大,我们将高度关注CPI走势。从基本面上看,因为PPI上升的趋势短期内逆转可能性不大,上市公司盈利格局难以发生变化。虽然出口放缓及由于劳动力及原材料成本上升而导致的企业盈利能力下行风险依旧存在,但我们关注到第一季度GDP增长幅度为10.6%,这表明国内的经济依然强劲,我们认为中长期看不应该对企业的基本面有太过悲观的预期。行业配置方面,我们重点关注防通胀能力较强的板块,同时关注能源、煤炭等板块,金融蓝筹等也是我们关注的对象。</p>
<p>中欧基金</p>	<p>◇ 08年1季度的统计数据反映的情况为上市公司业绩变化的更近期趋势提供了视角。同样选取的新华富时600指数成分股中的431家公司的相对于07年1季度的净利润同比增长12.80%,相对于07年4季度的环比下降8.84%,则说明了08年经济增长速度的进一步放缓。考虑到08年开始实施新的统一的企业所得税率造成的所得税减少因素,08年1季度的净利润同比和环比增速分别为4%和-12.59%。同比下降的行业为石油和天然气和公用事业(主要是电力),主要是因为其原油和煤炭等基础能源成本上升,而产品价格则受到政策限制,从而使相关公司丧失了转移成本压力的能力。除消费服务、基础能源、消费品和石油天然气(08年1季度净利润包含了财政补贴,因此高于07年4季度净利润)外,其他行业的净利润均出现环比下降。进一步分析可见,上市公司的毛利率和净利率均有所下滑,但如果剔除石油天然气后,净利率的走势相对平稳;剔除金融后,净利率下降趋势明显。尽管08年1季度的业绩统计反映了上市公司利润增长的减速趋势,但我们注意到,其今明两年的业绩增长仍将维持较快速度。而从估值水平看,A股市场与去年同期相比并不贵。表现在不仅静态估值低于去年同期(08年市盈率与07年市盈率的比较),而且动态市盈率(08年和09年预测市盈率)连续快速降低。我们认为,这样的估值是处于相对合理范围的,这就为A股市场的投资提供了较好的安全边际。在A股市场估值相对安全的条件下,我们认为适当的行业配置和股票选择是取得超额收益的重要因素。从行业的利润增长预期和现时估值水平看,我们认为金融业和部分基础材料、工业中的个股具有很好的投资机会,而通胀环境下消费领域的一些企业值得关注。</p>
<p>国联</p>	<p>◇ 德盛稳健基金经理冯天戈:从上市公司公布的08年一季度业绩情况看,不同行业的上市公司盈</p>

安基金	利表现差异较大: 银行、煤炭、造纸、航运等行业业绩增速大幅上升; 房地产及饮料、零售、制药等消费相关行业利润增速仍处高位, 略有回落; 钢铁、专用设备、汽车、建材、有色金属冶炼等制造业中游产业利润增速出现较大幅度下降; 石化、电力行业由于价格管制原因, 利润增速急剧下降。 市场最坏的时期已经过去, 投资者需要以积极的态度看待中国证券市场。
广发基金	◇ 投资总监朱平: 电影是戏剧化的生活, 中国股市在上个月也像演了一场电影, 在大家最不相信的时候, 政府调低了印花税, 使股市一天上涨9%以上, 而这个举措其实是几乎所有投资者都知道的, 也曾被许多人预言。股市中一直都有许多预言, 2008年对于中国的投资者来说是动荡不安的一年, 据说有大师预言, 如果平安地渡过这一年, 后面可能还有很长的好年景, 但这显然是无从考证的, 就像电影《阿甘正传》中的一句经典台词, “生活就像盒子里的巧克力, 你永远不知道下一颗的味道”。不过股市各方的参与者却不能对未来无所感知, 他们必须有自己的预言, 虽然今年的预言空前分歧。企业家从每月的销售数据出发, 对未来仍抱有信心, 而经济学家却没有那么乐观, 经济减速、通货膨胀、出口减缓, 一定会给很多企业造成不利影响, 他们认为企业总是偏于短视, 就像花旗那样, 大难临头才有所察觉。投资者之间的分歧更是有目共睹, 股市从6000多点一气跌至3000点, 便是多空双方对垒的结果; 诸如地产、有色等周期类行业则是分歧的集中体现。就像《功夫之王》中那个认为自己肩负使命, 无论遇到多大困难也不改变的杰森那样, 最优秀的投资人是不会被眼前股价波动的图像所左右, 而是要赶在曲线的前面, 不是等故事已经发生后来解释, 而是根据自己的观点来预言未来, 他们往往是那种能猜到明天报纸头条新闻的人。今年要达到政府控制CPI的目标已不可能, 最好也在6%左右, 消费比较平稳, 投资数据明显不准确, 所以这些经济数据对股市的影响可能已经不大了。房地产五月份数据不好不坏, 也许7、8月份房地产数据会有更明确方向, 到那个时候, 中报陆续颁布, 投资者之间的PK可能会更加精彩。

联合证券基金评价标准

申购	预期市场反转走强 或 基金基本面优秀
增持	预期市场持续好转 或 基金基本面改善
持有	预期市场维持现状 或 基金基本面维持现状
减持	预期市场持续下跌 或 基金基本面弱化
赎回	预期市场大幅下跌 或 基金基本面持续弱化

联合证券基金分类标准

股票型基金	股票资产配置比例占基金资产的 60%以上
债券型基金	债券资产配置比例占基金资产的 80%以上
混合型基金	资产配置比例介于股票型基金与债券型基金之间
货币市场基金	仅投资货币市场工具
股票型基金	股票资产配置比例占基金资产的 60%以上

深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2080 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东陆家嘴东路 161 号招商局大厦 34 层
邮政编码: 200121
TEL: (86-21) 5840 6452 FAX: (86-21) 5840 6254
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

客户服务热线 (+86-755) 8249 3836

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2008 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。