

每周基金视野:

基本面行情短期难出现, 部分基金转向防御

相关研究

- **谨慎:** 全球经济领先指标虽已触底反弹, 但经济真正恢复会比大家预期的要慢; 投资者信心、资金成本及企业盈利变量可以影响股市 2-3 个季度, 目前公司盈利仍处在下降通道, 大部分行业还是负增长; 股市资金供求和估值水平影响周期可能就两三个星期, 估值短期已经接近上轨 (博时)。鉴于全球经济和中国经济复苏的进程和方向尚不明确, 不宜给出一个较高的估值 (华安)。国内的用电量水平和钢铁等原材料的水平都处于低位, 这些都表明宏观经济的未来走势仍具有不确定性 (鹏华)。汽车和房地产的投资需求还未出现持续高增长, 对中游产业的需求传导相对缓慢, 大部分中上游行业产量的同比、环比增速依然下滑, 从这个角度看, 行情由流动性推动过渡到基本面推动仍需一段时间 (金鹰)。银监会出台的加强信贷管理的新规, 刘明康发表的货币政策要注重防止资产泡沫的出现以及 IPO 的重启的加速等言论, 这些政策微调的累积动态作用值得密切关注 (民生加银/鹏华)。阶段性的调整可能因为某一触发点随即展开, IPO 重启、信贷减速、上市公司将陆续公布半年报或者业绩预告、外围市场反弹后的真空期等因素增加市场的不确定性 (申万巴黎/长城/金鹰/招商)。况且市场若上涨过急过快, 会引发解禁股的快速抛售 (长信)。目前的股价基本上已开始包含全球经济在年底前后企稳回暖的预期 (诺德), 市场需要横盘整理, 等待新的上涨动力延续下波行情 (银华)。底部震荡是未来中期行情的主基调 (博时), 投资风格应由前期的进攻逐步转向防御 (华安/申万巴黎/金鹰)。
- **乐观:** 美国家庭用于购房的支出占其收入比在降低, 这为后续的复苏提供了一个购买力基础。目前美国银行的借款意愿已经出现大幅度反弹, 该指标一般领先三到六个月, 若房地产出现复苏, 相关行业肯定是全面开花。经济学家预测美国经济恢复的力度在未来几个月越来越大, 复苏的趋势不容置疑 (信诚)。而我们确实有理由对中国经济比以前更为乐观。最初汽车市场的转暖还被归因于购车税收补贴等原因, 但汽车消费的热度显然具有内在持续性。工业经济已经实现硬着陆, 未来工业生产逐步好转的概率很高 (富国)。国内消费的复苏之所以超出大家的预期, 一方面因为老百姓的高储蓄率使消费的波动远小于经济的波动, 另外区域发展的不均衡使得未来消费市场的发展潜力巨大 (华宝兴业)。倾向于相信在闲置产能有效减少前, 国际大宗商品价格的上涨不太容易传导至广泛的经济领域。而中央政府对资源的集中调动能力, 城市化、工业化、产业升级和技术进步、高投资—高储蓄率的增长模式都使得中国能实现较早的经济恢复 (易方达)。未来的财政政策和货币政策不会有大的变动 (鹏华/中海)。新增信贷增速将趋于平稳回落, 但可以肯定的是总体的资金层面仍将宽松。诸如

分析师
冶小梅
+755-82493609
yexm@lhq.com

改善民生、促进技术开发和产业升级、刺激居民消费，以及鼓励新能源产业发展等政策仍可能陆续推出（招商基金）。从流动性来看，目前没有任何国家政府在这个时候收紧流动性（海富通）。四季度通胀可能会卷土重来，同时房地产市场会呈现缩量上涨格局（国联安）。而从通缩到通胀这个过程，也正是投资股市的黄金时期，我们的基金将继续维持较高仓位（景顺长城）。随着通货膨胀压力的增大，新兴市场的央行可能会逐步提高自己的利率，其和欧美国家的利差将会扩大。外汇部门的数据显示，一些说不清楚的资金从第一季度往外流出到最近两个月开始流入（交银施罗德）。目前 A 股市场的估值仍然处于合理区间（招商/国泰/大成/中欧）。股票市场并没有结束上升过程中，只是从第一阶段的快速回升进入到第二阶段的高位盘整（交银施罗德）。就国内外环境来看不支持指数大幅下挫（银华/诺安/国海富兰克林/工银瑞信）。

配置：相对周期性行业我们会更加关注长期稳定增长的消费板块（长城/中海）。在三季度实体经济有望进一步改善的预期下，以内需为主导的金融行业及消费行业增长的确信性更高（农银汇理）。虽然我们对整个经济的复苏还需要保持谨慎的态度，但对于地产、汽车、百货零售、品牌服饰等行业较为关注（华宝兴业）。继续看好与内需和财富积累相关的行业，如地产、耐用消费品；随着价格水平的逐步回升，银行业也将成为良好的投资标的；看得更远一点，在经济恢复的通胀预期下，资源类等供给受限行业值得关注（博时）。继续重视估值的安全性，近期宏观数据好于预期的话，金融业将是较大的受益行业（国海富兰克林）。金融板块在市场化 IPO 重启的环境中有着很强避险作用（工银瑞信）。将偏重于消费、医疗服务、信息软件产业配置，考虑到新能源行业短期估值偏高的因素，近期略有减配，但从长期来看仍将比较关注新能源板块（华安）。中期看好金融地产以及商业、公用事业、食品饮料和医药等业绩相对稳定的行业。最终的新能源汽车的规划细则还没出来，但是对于乘用车方面新能源汽车的前端和后端的补贴是可以预期的（金鹰）。包括新能源、节能、服务业（包括金融股）在内的新经济产业是资金布局的重点区域（汇丰晋信）。下半年配置以绩优、蓝筹股为主（信诚）。倾向于相对估值水平较低的银行、地产、钢铁、煤炭等大盘蓝筹股。看好将迎来阶段性景气好转的钢铁、有色金属和煤炭行业（招商）。房地产、汽车行业的率先崛起将带动银行、采掘、有色、石油石化、钢铁、食品饮料、商业、交通运输等行业的盈利前景重估（国联安）。后续市场的重心可能向中游产业演化，如机械、建材和一些非石化产业链化工品。房地产投资在 9 月以后将成为亮点，其相关的行业板块主要包括：工程机械、建材、钢铁、重卡和 PVC 等（长信）。适度侧重金融、地产、能源、大宗商品等潜在通胀受益部门（建信）。首先关注地产、煤炭、家电等先导型消费行业；其次是汽车、化工等存货出清的行业；另外还可以考虑类似钢铁业这样的低估值但环比数据改善的行业（鹏华）。关注经济复苏下的银行地产；通胀预期下受益于大宗商品、油价上涨的石油石化、有色等资源类品种；政策推动下的消费类行业（申万巴黎）。大宗商品的远期交货价格都明显高于近期交货价格，投资拉动上游产品供给的趋势基本确立，周期性行业的上涨将从前期单纯的交易性反弹机会过渡到实体供求的良性上涨过程中，这部分品种未来仍将会是市场重点关注的方向（东吴）。相对看好银行、机械、保险、商贸、信息设备、医药等前期涨幅较小、估值较有吸引力的行业（国泰）。

主要观点

博时
基金

华宝
兴业

易方
达基
金

- ◇ 经济基本面尚在底部，真正恢复会比预期的要慢些；中国股市在长期走牛的背景下，短期估值却触摸到了上限；流动性的变化是本轮反弹结束的重要参考指标。金字塔的顶端是股市，离顶部越远的指标影响股市的周期越长。最下面的三根柱子是人口红利、工业化、城市化，这三个因素影响着股市的长期发展，影响周期一般是20年或者30年，这些因素至今没有变化，因此认为未来中国还会有一波大牛市，估计是在2018年前后。金字塔的第一层是宏观经济指标，包括GDP、外贸顺差、消费增长等，这些指标的变量影响股市的周期为2-3年。全球经济下滑是必然趋势，经济基本面仍在底部，全球经济领先指标虽已经触底反弹了，但经济真正恢复会比大家预期的要慢一些。宏观经济指标的好坏会影响第二层的指标，投资者信心、资金成本以及企业盈利等等。这些变量可以影响股市2-3个季度。目前公司盈利仍处在下降通道，大部分行业还是负增长。金字塔的第三层是股市资金供求和估值水平，这也是影响股市波动最直接的因素，影响周期可能就两三个星期。中国股市15年来的规律表明，历史上PE曾经四次突破过40倍，两次下穿20倍，但是无论突破还是跌穿，之后都会很快回来。目前股市的估值是按2009年业绩测算算是23倍，是2005年以来的相对底部。但是短期来看，估值已经接近上轨，虽然还有些空间，但却是非常有危险性的空间。从流动性过剩的角度，无论是房地产、大宗商品，还是股市短期走牛，都是货币政策放松、流动性推动的结果。货币政策转向、流动性收紧是判断本轮反弹结束的重要依据，底部震荡是未来中期行情的主基调。
- ◇ 在目前这个百年一遇的新的转折点，重要的主题是：新的国际货币体系，通货紧缩与通货膨胀，美元，大宗商品。全球史无前例的宽松的货币政策，让人有一种很强烈的感觉，因为根据货币数量论，也许一夜之间，有可能通胀就来了。新carry trade（套息交易）可能会更猛烈，会制造出新的泡沫。泡沫的核心是有资源的新兴市场国家，尤其是中国的香港市场；标的是黄金、大宗商品，甚至包括中国的高端白酒，那些供应有限，但时间越长越值钱的东西。2009年可能成为中国经济由外需转向内需的重要转折年份，也是中国经济结构调整的重要契机。对未来经济的发展持乐观的态度，将继续看好与内需和财富积累相关的行业，如地产、耐用消费品；同时，随着价格水平的逐步回升，金融业特别是银行业也将成为良好的投资标的；看得更远一点，在经济恢复的通胀预期下，资源类等供给受限行业值得关注。
- ◇ 近期财经新闻里最引人注目的事件之一就是拥有百年历史、曾雄踞世界汽车业霸主地位的通用汽车终于宣布破产。这家曾经是美国工业荣耀和象征的企业，最终在经济危机中轰然倒下，并将整个美国汽车业拖到了前所未有的谷底。与此形成鲜明对比的是，在中国，汽车的销售正在经历非常火爆的行情。近几个月国内汽车的销售数据节节攀升，形势一片大好，与当前低迷的世界经济大相径庭。再看一下国内的房地产，最近也是销售势头强劲，房价也随之反弹。这些现象让我们觉得横扫全球的经济危机好像对国内消费没什么冲击。相反，在经历了一段时间的观望之后，国内市场刚性需求大规模爆发，并且大大超出投资者甚至是产业内部人士的预期。由于房地产、汽车等行业的产业链很长，行业景气复苏对于整个宏观经济有重要的推动作用。虽然大家对未来经济走势还存在很多争议，但是近期房地产和汽车行业的销售数据还是让我们看到一些令人欣喜的东西。从投资的角度来说，虽然我们对整个经济的复苏还需要保持谨慎的态度，但对于某些行业，比如地产业，因市场需求具有强烈的中国特色，从一个长的周期来看，中国的城市化进程不会那么快结束，刚性需求始终会比较大，导致房地产的繁荣景气周期拉长。再比如汽车业，其景气周期受世界经济影响不大。国内政策上对低排量、新能源汽车的推广导致消费结构逐渐发生变化，而销售渠道向二、三线城市和农村市场下沉将引导新的需求大量释放，使行业的景气周期较之前的悲观预期大大改观。还有百货零售、品牌服饰等行业，今年年初大家都看得比较悲观，觉得今年可能不会增长，但近几个月的销售数据却出现了两位数的增长，说明国内消费市场已整体趋暖。近期，甚至连人们普遍认为的受宏观经济影响较大的高端白酒都出现销售回升的趋势，市场预期一些高端白酒可能还会提价。我们不得不承认，中国消费市场的潜力大大超出大家的想象。国内消费的复苏之所以超出大家的预期，主要可能是两方面的原因：一方面中国老百姓的高储蓄率相当于给消费储备了一个很大的蓄水池，使消费的波动远小于经济的波动；另一方面，区域发展的不均衡使得未来消费市场的发展潜力巨大，中国的二、三线城市以及农村市场将为消费增长提供广阔的市场。从较长的景气周期来看，我们对国内的消费类行业应长期关注，注重挖掘新的投资机会，分享国内消费市场的持续繁荣。
- ◇ 市场目前的情况与去年二、三季度有些类似，大宗商品价格的飙升和实体经济需求疲弱并存，但市场的通胀预期却日趋强烈。不过在上游价格回升速度远快于经济复苏的背景下，通胀预期的快速上升对实体经济反而构成一定的负面作用，价格上涨的持续性值得怀疑。表面上看，作为本轮流动性大举注入的始作俑者，美国目前面临两难抉择：要么继续执行宽松的财政货币政策，但这已经导致长期国债利率攀升、本币贬值和国外央行对本国国债投资兴趣的下降，再度证明了理性预期学说的正确性；要么适时收紧财政政策和货币供应，重塑美元信心，但这又势必导致本国经济的复苏步伐放缓。考虑到经济见底乃至复苏的基础尚不牢固，目前即收紧财政及货币政策的政治压力太大。美国目前只能在两害相权取其轻中做艰难的次优抉择：继续扩大政府借款和维持联储庞大的资产负债表规模，后果自然是大宗商品价格的继续攀升和市场日趋加剧的通胀预期。但我们倾向于相信在闲置产能有效减少前，国际大宗商品价格的上涨不太容易传导至广泛的经济领域，换言之，全面的通胀压力至少在未来一段时间内不会真正显现。相比之下，国内的情况有较大的不同。一方面，中央政府对资源的集中调动能力，城市化、工业化、产业升级和技术进步、高投资—高储蓄率的增长模式都使得中国能保持较早的恢复。

华安基金

国联安基金

鹏华基金

工银瑞信

申万巴黎

金鹰

- ◇ 本周公布的经济数据，除了分解后的零售数据之外，其余均解读正面。基于市场对流动性和通胀存在较大的预期，各板块的估值均出现一定幅度的上升。一方面，我们需对2009年和2010年的企业盈利本身应该有一个修正，另一方面也应看到虽然中国经济复苏情况良好，但目前仍未见中国经济转型的方向，这样A股的持续成长就会受到一定影响。因此，**鉴于全球经济和中国经济复苏的进程和方向，不宜给出一个较高的估值。建议短期要警惕市场波动带来的影响。投资策略上，短期上要采取防御策略。核心优选的仓位配置不会过低，但在市场变动中时刻谨慎。从行业配置的角度，关注上、下游两端的产业，将偏重于消费、医疗服务、信息软件产业等进行配置。另外，前期配置了较多新能源行业，考虑到短期估值偏高的因素，近期略有减配，但从长期来看仍将比较关注新能源板块。**
- ◇ 尽管复苏是一个逐步完成的过程，但这一进程在近期有加速趋势。对近期的市场仍然相对看好，上半年经济的亮点主要在于宏观数据的好转，而下半年则重点关注微观层面企业盈利能力恢复中的惊喜，2009年四季度实体经济将出现明显好转。同时加速的还有通胀预期：一方面，海外市场经济近期企稳回升、全球股市及美国PMI等都连续数月反弹，而一些指示通胀的领先指标也出现全面上扬；另一方面，各国极端宽松的货币政策将使得货币相对于实物贬值成为大趋势，同时房地产价格上扬又将进一步强化通胀预期。经济指标已在多方面呈现出可喜迹象：最近公布的宏观数据不断超出预期，信贷、投资、消费、工业增加值等相关数据都显示复苏进程在加快，这也支持了近期要素市场价格的启动；去货币化打开了经济复苏的道路，企业盈利能力的恢复程度也在加快。**在依然宽松的宏观环境下，企业的盈利将继续改善，四季度通胀可能会卷土重来，同时房地产市场会呈现缩量上涨格局，这对资本市场极其有利。下一步，经济的局部复苏将有望辐射至全局，由热点行业向其他行业扩散。房地产、汽车行业的率先崛起将带动银行、采掘、有色、石油石化、钢铁、食品饮料、商业、交通运输等行业的盈利前景重估。**
- ◇ 在投资策略上，行情总体趋势还是向上，应该以“资产价格膨胀”为主线，把握投资机会。**目前国际经济领先指标出现恢复迹象，预示最坏的时期已经过去。国内经济则无论是宏观数据，还是实体经济活动都显示出较好恢复迹象，未来的财政政策和货币政策不会有大的变动。**
- ◇ 国内经济增长超预期、相关政策陆续出台、市场流动性充裕、股市估值合理等因素为A股市场由熊转牛打下了坚实的基础。这一轮经济的增长，主要是依靠固定资产的投资，也就是中央和地方投资和信贷发放造成的，这起到了决定性的作用。流动性是决定股市行情最直接的因素，当前股市的上涨正是基于流动性的充裕和对国内宏观经济复苏的预期。我国在金融危机中并没有受到太大的伤害，在瑞银最新的评估全球国家总风险指数当中，中国是风险最低的。而且，经历了过去几十年的积累，国内的金融体系和实体经济的抗风险能力得到了极大的提高。政策的推动加上实体经济的复苏，增强了市场的投资信心，并进一步带动了市场的上涨。**投资策略方面，在经济复苏的背景下，偏向于消费性行业。首先是地产、煤炭、家电等先导型消费行业；其次是汽车、化工等存货出清的行业；另外还可以考虑类似钢铁业这样的低估值但环比数据改善的行业。虽然经济出现转暖迹象，但是市场的结构性风险仍不容忽视。发达国家还没有彻底摆脱衰退的阴影，全球经济继续处于低位运行的可能性还很大，这会进一步影响中国出口的复苏。本轮经济和股市的上涨都是依靠政策的推动，如果政策出现变化，市场也很可能随之出现波动。今年1到5月份的信贷投放已经接近6万亿，我们认为这种规模是不可持续的，长期下去会对经济造成伤害，继续出现像前期那么大的信贷投放是不现实的。即便短期货币政策不会出现大的变化，也存在微调的可能，投资者应清醒认识到这一风险。另外，国内的用电量水平和钢铁等原材料的水平都处于低位，这些都表明宏观经济的未来走势仍具有不确定性。股市虽已具备走牛的基础，但是在上涨过程中，投资者仍需防范IPO重启、海外市场波动、出口下滑、信贷增速放缓等风险。**
- ◇ 5月CPI与PPI均继续下行。在国际原材料价格继续上涨的情况下，我国制造企业将受原材料上涨与下游需求不旺的双重挤压。再看IPO重启，透过此次IPO重启来看，与以往IPO发行最大的区别就是坚持市场化方向，促进新股定价市场化，而目前A股估值较高，这种情况下遇到市场化的定价模式，或许将对市场产生更大的冲击，同时从IPO重启的时间来看，又恰逢大小非解禁的高峰期，因此市场上的绩差股炒作将很可能受到极大的抑制。综上，**A股市场短期面临着经济基本面和供需关系的两大压力，但看远一点，流动性的扩张和经济刺激力度都丝毫没有收缩的趋势，资金仍是推动大盘表现的主要因素，故市场的主要因素仍不支持指数大幅下挫。做为A股市场的估值洼地之一，金融板块在市场化IPO重启的环境中有着很强避险作用，随着市场“逐大放小”的趋势延续，相信短期仍将受到追捧。**
- ◇ 上周公布的5月份宏观经济数据基本符合市场的预期，经济回暖趋势得到进一步强化，由于主要经济数据未能明显超预期，对于市场的推动力有限。从短期来看，**充裕流动性和经济复苏预期对市场的支撑遭遇部分行业高估值和IPO重启的扩容压力，市场短期的调整压力正在加剧。**我们观察到近期个股分化进一步加剧，金融等大盘蓝筹主导市场，食品饮料等板块出现补涨行情，题材类股逐步偃旗息鼓。随着大盘点位和整体估值的不断上升，挖掘投资机会的难度也在加大。**从中长期来看，把握三条投资主线，关注经济复苏下的银行、地产等板块；通胀预期下受益于大宗商品、油价上涨的石油石化、有色等资源类品种；政策推动下的消费类行业。**目前股市的上涨正逐步从单纯的流动性推动，过渡到经济复苏持续加强与流动性充裕的双重推动，因此在经济转好、流动性充裕的背景下，市场的总体趋势不会发生改变。尽管IPO的发行可能对市场造成短期冲击，也难以改变市场原有的运行趋势。但是阶段性的调整可能因为某一触发点随即展开，近期美元指数反弹、IPO重启、上市公司将陆续公布半年报或者业绩预告、外围市场反弹后的真空期等因素增加市场的不确定性，投资风格应由前期的进攻型逐步转向防御型。
- ◇ 本轮反弹的三大推动因素——政策、流动性和经济环比改善已逐渐弱化，**在6月缺乏新的行情驱动因素的**

基金

情况下,市场将更多依靠惯性和大盘股拉升指数,多数个股将不会创新高,市场震荡幅度加大。在IPO重启、信贷减速以及经济指标环比改善递减的情况下,市场可能更多将呈现高位盘整。从上下游产业链传导规律来看,行业的复苏顺序将由距离终端消费需求最近的汽车、房地产、银行等先导性行业开始,向钢铁、有色、化工、机械等中上游行业延伸,最后到达煤炭、电力、石化等上游原材料行业。从这轮行情看,汽车、房地产投资需求还未出现持续高增长,对中游产业的需求传导相对缓慢,大部分中上游行业产量的同比、环比增速依然下滑,从这个角度看,行情由流动性推动过渡到基本面推动仍需一段时间。6月偏重防御,并关注补涨板块。目前金鹰总体结构比较均衡,机械和金融行业配置稍重,其他行业相对平衡,仓位略低于股票型基金行业平均水平。目前流动性依然充裕,蓝筹板块估值合理,判断下半年市场可能维持震荡走势。中期看好金融、地产以及商业、公用事业、食品饮料和医药等业绩相对稳定的行业。从大的角度看,还是要把握经济结构的转型,比较确定的投资机会在于新能源和3G两大板块。我们在对新能源行业的调研中,了解到太阳能和风电的发展速度都非常快。我国新能源汽车行业的起点比较高,跟国际上比,起步相差不大。最终的新能源汽车的规划细则还没出来,但是对于乘用车方面新能源汽车的前端和后端的补贴是可以预期的。一旦实施,将对汽车产业产生重大影响,对行业的上下游产业链的拉动比较宽广。现在虽然新能源相关股票的涨幅已经比较高了,但对新能源行业的投资机会还仅仅是处于初期阶段。3G在其他国家已经有成熟的应用先例。在前期,市场关注的焦点主要是设备制造商和运营商,等到3G开始进入老百姓的生活之后,我们会更加看好内容服务商。

民生加银

◇ 六月会是流动性行情进入调整,回归基金面驱动的时候;股指在持续上涨之后,已经渐显疲态,市场也基本都反应了此前的利好预期,调整的促发因素已经出现:这就是适度宽松的货币政策将在延续中微调、银监会出台的加强信贷管理的新规,刘明康发表的货币政策要注重防止资产泡沫的出现以及IPO的重启的加速等言论,这些政策微调的累积动态作用值得密切关注。我们判断未来1-2个月调整的概率正在加大。在调整过程中,前期涨幅巨大的中盘股和小盘股将面临较大的下跌。但由于宏观经济进一步走向复苏、流动性宽松的局面没有大的改变,行业调整是吸收有基本面支撑,有估值吸引力的蓝筹股的机会。

银华基金

◇ 目前,国内还处在财政、货币政策比较宽松的环境下,而整个宏观经济也还处于复苏的轨道中,就全球资本发展历史来看,这种环境下股票市场见顶或上涨到位的可能性较小。因此,我们认为目前市场趋势还没有结束。后面局势如何衍变存在两种可能:一种是由于海外市场对中国市场非常关注,港股市场尤其是H股市场有进一步上涨的可能,在其带动下,国内市场可能会有一个快速上涨的过程。这种情况下,出现资产泡沫的可能性较大。另一种是市场涨幅较多,估值也基本到位,股票价格中已隐含了对经济复苏的预期,市场需要横盘整理,等待新的上涨动力延续下波行情。我们更倾向出现第二种情况。

◇ IPO重启虽然不会改变市场的中长期趋势,但管理层可以通过控制发行节奏来平衡市场,同时,新股的发行询价,也会更多考虑基本面因素,市场会相对理性。

长城基金

◇ 如果将环比上升的物价指数和近期石油价格、基础金属价格、农产品价格的走势来看,中长期通胀的压力有所提升。尤其在全球各国政府都开启印钞机、定量放松的货币政策下,全球流动性泛滥的直接后果必然是通胀预期的提升。美国的财政状况、美国的货币政策和经济状况,以及投资者近期风险偏好上升等市场因素影响下,美元近期将保持疲软,这无疑也会增加全球通胀的压力。尽管通胀预期提升,但是考虑到目前全球经济状况以及产出缺口,短期而言通胀不会明显化,更可能的表现为资产价格的提升。然长期来看,通胀压力依然比较大。PPI数据降幅扩大环比上升,显示工业品仍处于供过于求,有业内人士也开始担心产能再次过剩,国内经济面临着二次去库存。中国产能过剩的问题并不是一个全局性的问题,而是结构性的,主要表现为一些周期性行业,如钢铁。整个社会的库存来看,其实库存水平并不高。中国经济去年四季度剧烈的调整,其中一个主要原因就是库存的剧烈调整,目前来看,去库存化已经取得了进展,从一些行业来看,如钢铁行业,产量上升,开工率提高,产品价格开始上涨。PPI数据是同比下滑加大,然而环比来看,跌幅已经连续缩窄,从这里并不能得出工业品仍然供过于求的结论。我们也关注中国去库存的进程。以投资为主要拉动的财政刺激,的确存在投资继续向周期性行业集中的风险,然而从最近国家的政策以及官方表态来看,决策层也已经认识到这点,因此未来政策的结构性调整是必然的,这有利于中国目前这种结构性产能过剩的问题。IPO的重启会不会成为启动大盘中期调整的钥匙?不能排除这个可能性,一方面市场持续上涨时间已经较长,指数反弹幅度不少,不少个股涨幅巨大,这也使得客观上存在获利回吐的压力;另一方面,新股发行就要涉及估值、询价等基本面因素,再说打新股也有可能使一部分资金退出市场,这些后续影响值得我们关注;最后就是中报披露临近,上市公司业绩情况也逐步被市场关注,如果IPO重启时点和中报披露时段重叠有可能诱发市场出现分化和调整。客观地说,站在目前的时点,周期性行业涨幅巨大,一定程度反映出对经济复苏的良好预期,而下游稳定成长的消费板块涨幅很小,基本上被市场抛弃和遗忘。大家上半年都按照复苏这个思路来寻找投资机会,但是,复苏的结果应该反映到公司业绩增长和改善上,短期内市场可以不看公司业绩,但是时间长了是否会审美疲劳呢?所以,我们会更加关注长期稳定增长的消费板块。

长信基金

◇ 随着近期市场板块轮动的不断深化,后续市场的重心可能向中游产业演化,主要是一些前期滞涨的行业,比如机械、建材和一些非石化产业链化工品。从3月以来,以有色、煤炭为主的资源股有一波非常快速的上涨,反映的主要是货币宽松下的通胀预期,并且反映得比较充分,这正是这些资源股“早周期性”的一个体现(早周期主要表现为经济触底回升初期资金对原材料的青睐)。后续资源行业再要大幅上涨则要等待其“晚周期性”的体现,也就是说,在经济由正常增长向轻微过热的变化过程中,下游需求对上游资源行业的切实拉动,需求拉动资源价格上涨——这种特性在2008年上半年的煤炭股表现中看得很清楚。

然而，由于美元进入贬值通道，所以资源类的行业可能还会有一定的表现，但是最具有性价比的“早周期”阶段显然已经过去，要提供超额收益已经不太容易，至多可以买一些正在补涨的资源类股票，比如原料药、钾肥和林业。对于资产类股票——主要是地产和大金融，依然可以看好。后续的市场重心将转移到以内需为主的中游产业。从经济周期来看，在经济复苏后期，中游产业表现最好，因为此时原材料价格尚未大幅上扬，而下游需求又日渐旺盛，中游产业将享受利润率扩大的过程。而房地产相关产业链是一个典型的代表，房地产投资在下半年，特别是9月以后将成为亮点，其相关的行业板块主要包括：工程机械、建材、钢铁、重卡和PVC等。但是如果出现经济二次探底和油价快速上涨导致滞胀预期抬头，则要对上述行业采取慎重态度。

兴业全球

至于新股发行重启对市场的冲击应该不大。一些投资者担心会有资金专门去“打新”，从而分流二级市场的资金。但从历史上来看，主要的打新资金对安全性要求很高，基本上不会涉足二级市场。而大、小非等减持，确实会在未来对市场持续形成压力，因为一方面解禁不等于立即抛售，所以这两年可以说是解禁高峰，但不一定是抛售高峰，另一方面，如果市场上涨过急过快，会引发解禁股的快速抛售。这一部分股票对市场的冲击可能需要更长的时间去消化。而对经济数据的解读，目前市场整体是偏向乐观的，主要是考虑到CPI的大幅下降，投资的增速比实际上的统计数据会更高。在市场普遍预期未来会因流动性过分充裕而出现通胀的情况下，全球资产价格都在上涨，这种预期也会拉动股市的持续上扬。

景顺长城

我们公司目前整体比较谨慎。我们团队还是很看好招行的未来，尤其目前国内居民和企业确实有在香港资金往来的需要。石油会在60-90之间波动。但A股好的投资标的并不多，我们对地产行业还是比较谨慎乐观的。

虽然五月份的CPI、PPI 指数呈负值，但属于滞后类指标，从商业银行货币投放数据来看，今年以来信贷投放已超过5 万亿，预计全年达到8 万亿，资金面十分充沛，通缩会逐渐消失，目前普遍认为随着经济复苏，下半年CPI 数据将转为正值，而从通缩到通胀这个过程，也正是投资股市的黄金时期。此外，近期IPO 重启、创业板推出，我们认为只是对市场造成短期压力，从过去经验来看对市场的影响不大。投资策略综上，在宏观经济向好，通胀预期因素下，虽然A 股估值不低，但是我们仍然看好市场未来走势。我们的基金将继续维持较高仓位，将继续看好估值偏低的金融、保险行业，而前期滞涨的食品饮料以及全球通胀预期下的资源类股票也值得关注。

南方基金

对于年内经济复苏的趋势市场各方已成共识，分歧的关键在于估值是否已经充分反映了对未来较为乐观的经济预期。在市场回升过程中，的确可能会高估收益或低估风险，但问题的关键在于估值的状态并不重要，一个高估的市场可以继续高估或者变得更加高估，最重要的是终结市场高估的关键条件是什么，市场认为在预期经济结束回升之前或者预期流动性发生拐点之前，市场估值水平仍有提升空间。

我们认为随着出口出现好转、固定资产投资和国内消费的增长，经济从整体上来说已经处于向上的空间，经济复苏的迹象越来越明显。随着经济的复苏，企业的盈利状况有望逐步改善，而且未来市场的流动性仍将保持充裕，因此，下半年股市仍有可能维持较强的格局。

国海富兰克林

随着反弹的深入和市场估值水平的大幅回升，我们继续重视估值的安全性。对于前期反弹幅度已经较大，行业向好低于预期，脱离安全边际较远的相关行业和个股，逐步减仓；而对于有业绩增长超预期的基本面支撑和估值水平相对较低行业个股增加配置，进一步注重行业配置的均衡性，同时兼顾进攻和防守性。随着通胀预期的上升以及原油价格逼近70美元，下一阶段市场可能会更加关注资源类的股票如采掘、能源以及收益通胀预期的行业如房地产等。另外如果近期宏观数据好于预期的话，金融业将是较大的受益行业。

总体上我们对市场依然偏乐观。随着政府投资项目进入实质性投入阶段，中国经济下半年比上半年好是大概率事件；美国等主要外部经济下半年至明年上半年也有望企稳复苏。在央行政策不发生大的变化的前提下，市场流动性可能进一步推高资产价格，而部分上游商品也会继续显现其金融特性。此外，房地产行业能否持续回暖甚至产生一定的泡沫，政府政策是否会因此发生变化是下一阶段我们关注的重点。在投资策略上，我们将保持积极的态度寻找相关行业的投资机会。

建信基金

下一阶段的投资将在“经济复苏的不确定性”和“通胀预期自我强化和修正”的动态过程中进行。如果通缩和通胀轮番出现，则应关注其中的投资机会。今年上半年，新增贷款将达到6万亿元左右的惊人水平。通货膨胀归根到底是一种货币现象，当货币投放远远超过实体经济增长的需求时，通胀趋势必会加强。目前通胀之所以还未明显表现出来，主要是因为企业对经济的复苏速度尚存疑虑，民间投资还不活跃，货币流通速度还处于低位。一旦市场信心恢复，在基础货币大量投放并沉淀的背景下，货币基数将迅速“发酵”，货币供应将进一步显著提高，从而造成通胀出现。当前美国的五年期通胀预期刚刚由负转正，而中国的潜在通胀压力更为明显。对于中国经济的运行趋势，我们充满信心：中国和美国不同，中国经济仍处于长期内生增长的轨道中，在金融危机导致的调整完成后，必将再度快速、平稳增长。由历次金融危机看，流动性既是危机之因，但也是解决危机的猛药。因此，1.1万亿美元金融救助、5万亿美元的财政支出即使不能百分之百保证经济快速复苏，但至少能催生新一轮通胀预期。下一阶段的投资将关注两条主线。一是在全球性通缩向通胀的转换过程中，实物资源和资产相对于纸币具有长期增值趋势，金属、能源等资源部门将更受青睐；二是正在重回上行轨道的周期性行业，房地产、汽车等先行行业已经开始走出低谷，尽管在累积需求释放因素的作用下，未来几个月的增速可能有所放缓，但中长期向好的前景相对明确。尤其是房地产行业，在目前需求旺盛、新开工面积有限的情况下，今明两年的业绩都有保障。市场风格轮动时，要关注新的投资机会，如国企整合在金融危机中的重要性凸显，另外，技术

大成基金

- 创新同样值得关注。在经济不景气的阶段，更有可能浮现出值得长期投资的优秀企业。建信恒久价值基金将保持对资产和资源行业的重要配置，同时密切关注中美两国财政和货币政策的微调；在具体行业结构方面，适度侧重金融、地产、能源、大宗商品等潜在通胀受益部门
- 现在我们认为宏观转暖确定性很高，流动性充裕短期很难改变，对后市的方向我们依然看好，当然，过程可能会有很多反复，cpi、ppi 的数据为负是市场多数研究机构的共识。目前沪指停留在2800 点附近，对应今年企业盈利的市场估值为25-26 倍。由于预期经济复苏后企业盈利的增长，以及目前的低息环境，这一估值水平是可以接受的，如果经济进一步复苏，企业盈利增长超过市场预期，投资者的信心也将进一步提升，那么股市仍有一定的上涨空间。

富国基金

- 4月份国内宏观经济数据喜忧参半，出口较差，但投资和消费基本符合预期。政策拉动经济确实起到了立竿见影的效果。整体而言符合我们的预期，即经济复苏过程中可能会出现反复。一季度天量信贷数据对于支撑中国经济起到了强力支撑信心的作用，但并非信贷一放就万事大吉，经济复苏仍需要一个过程。我们认为，尽管这种经济复苏的基础非常脆弱，但政府较为成功的将全社会通缩预期消除，甚至出现了越来越强的通胀预期，典型的代表是房地产市场出现了明显的好转。因此，我们确实有理由对中国经济比以前更为乐观。最初汽车市场的转暖还被归因于购车税收补贴等原因，但汽车消费的热度显然具有内在持续性。显示随着国民财富的积累，居民消费倾向比以前有所提升。因此，尽管消费在经济中一直起到稳定器的作用，我们预测未来几个月名义消费仍将平稳增长。前4月城镇固定资产投资37082亿元，同比增长30.5%。这一增速再次超出市场预期（一般预期为25%），考虑到1季度固定资产投资价格指数为-1.2%，则实际投资增速高达32%左右，接近2004年经济过热时期的水平。房地产开发累计完成投资额7289亿元，累计增长4.9%，远远好于之前市场下降20%的预期。拆成月度数据来看，4月房地产开发投资增速6.4%，略低于3月。4月新开工项目计划投资额增速为90.7%，继续维持高速增长，预示未来投资增速仍将保持增长趋势。4月份出口出现反复，下滑幅度加大，其中出口下降22.6%，比上月扩大5.5个百分点，进口增速下降23%，比上月降幅缩窄2个百分点。4月当月贸易顺差131亿美元，比3月的185亿美元有所回落。出口降幅扩大显示外部需求仍存在较大不确定性，而进口降幅缩小则与国内内需相对旺盛有关。近期对出口较为有利的是随着美元出现大幅贬值，人民币年初至今实际有效汇率出现10%左右的贬值，这对出口造成有利影响。此外，多个行业加大出口退税率，也对出口形成支持。因此，研究员认为，未来几个月出口形势尽管仍不容乐观，但应该会出现逐步稳定的趋势，不会继续恶化。进口降幅维持稳定，大宗商品的进口量甚至出现了较为明显的增加，显示国内经济确实在复苏过程中。4月工业增加值数据显示经济似乎正在好转，但发电量同比却出现减少。一般而言，这两个数据走势应一致，但4月的数据却出现了背离。统计局澄清说这是由于近年来轻工业和服务业发展较快所致。我们认为，08年11月至09年1月，工业经济已经实现硬着陆，在这个数据坑的映衬下，未来工业生产逐步好转的概率很高，但最大的可能是在一个较低的位置出现反复。

中海基金

- 市场近期随着IPO的消息不断临近，出现了一定程度的调整，这非常正常。因为IPO短期对市场将有一定的分流作用，新股发行制度改革有利于中小投资者，短期指数又有了较大的涨幅，因此投资者选择部分兑现筹码是可以理解的。但我们并不认为IPO重启将改变市场的趋势，首先，本次市场的持续上涨有多重的宏观经济因素支持，其中政府的政策推动和信贷的持续放松是一个最核心的关键，而目前经济乍暖还寒，企业利润的情况并不是非常理想，尤其是工业企业的利润情况，让人担心。在这样的背景下，政策趋势不会改变，5月份的信贷数据也支持了这个观点，因此市场走好的趋势并不会改变。其次，IPO从历史的角度，对市场的冲击幅度一般不超过10%，在初期分流资金后，新的优质资产上市后将对市场形成新的推动，这在过去的市场中被一再证明，新股往往是代表阶段经济发展趋势的优质企业。所以，对于投资者没有必要过分担心，新股的中签收益率提高的幅度将有限，由于目前债券收益率非常低，因此一旦短期新股收益率高，必然会引发资金流入打新股推动新股的收益率降低，当投资者发现一级市场的收益率依然较低，必然会继续回到有经济趋势支撑的二级市场，我们认为市场将提供较好的配置机会。从下半年的角度，我们建议投资者逐步从周期品到消费品，除了少数具有业绩支撑的周期品，大部分周期品目前的估值太高，而消费品目前正处于历史较低的相对估值，我们看好消费品未来的表现。

国泰基金

- IPO重启在短期内会对市场形成压力，但对市场中长期的运行趋势的影响有限。创业板的推出其积极意义在于将成长性较好的企业带入了股市，增加了投资者可投资的标的。而其负面的影响则体现在一是分流了主板市场的部分资金，二是在创业板股票上市的初期，投机的氛围可能会较重，容易产生估值泡沫。截至5月底，A股市场已从去年11月的低点上涨幅度近60%，上证指数的月涨幅也已保持连续4个月为正。而海外，无论是发达国家市场还是新兴市场，在经济出现企稳迹象的支撑下，均呈现了不同程度的上涨。在国内经济状况继续改善，但前景仍不明朗的背景下，我们对投资者的建议是市场估值仍处于合理区间，继续关注结构性投资机会，警惕市场活跃度太高所隐含的结构性泡沫风险，静候经济复苏。5月份以来各国陆续公布了一季度GDP 数据，出现频率最多的就是“超预期的降幅”或是“创纪录的降幅”。好在有各种迹象表明各国经济正在企稳，虽然除美国以外的经济体复苏迹象比较微弱，但仍让经济复苏的希望显现。大部分主要经济体的工业生产渡过了快速下降的阶段，最困难的时期正在过去。世界经济触底回升的概率在加大，不过真正反转可能还需要较长时间。5月份上证指数经历IPO开闸和房地产政策变向后仍上涨4.4%，使我们在关注企业业绩的同时，不得不对流动性和市场信心的增强充分重视。H股因为海外热钱的大量涌入而迅速上涨，给A股减轻了对比估值的压力。与此同时发达国家和新兴市场也因为经济出现企稳迹象而纷纷上涨，从目前的众多宏观指标来看，09年可能将是世界经济缓慢复苏的一年。从历史来

东吴基金

农银汇理

汇丰晋信

泰达荷银

海富通基金

交银施罗德

看A股估值一直处于较高位置。沪深300整体来看估值水平平均值在25倍左右，目前20倍PE说明指数仍运行在合理估值区间，不存在极值反转的压力。从市场资金角度来看，流动性依然充沛，对A股市场形成有力支撑。不过随着近期市场活跃程度不断增加，换手率与历史相比处于合理偏高的水平，如果换手率进一步大幅提高，则需要警惕投资者情绪高涨所推升的泡沫风险。6月份我们建议维持“中等”的股票仓位，保持投资结构的平衡，可以攻守兼顾。考虑到宏观经济、风格、估值等因素，相对看好银行、机械、保险、商贸、信息设备、医药等前期涨幅较小、估值较有吸引力的行业。

◇ 在经历前期的上涨之后，市场在本周出现了一个高位的缩量整理的态势，究其原因，主要有两点，一是美元的波动加剧导致前期表现良好的周期性品种出现了较大调整，另外一点就是IPO 开闸对于市场的影响，针对第一点，我们发现期货市场最近的高通胀预期表现强烈，大宗商品的远期交货价格都明显高于近期交货价格，相当部分品种一年后交货价格较7 月份交货价格甚至高15%以上，这给我们一个明确的信号就是投资拉动上游产品供给的趋势基本确立，周期性行业的上涨将从前期单纯的交易性反弹机会过渡到实体供求的良性上涨过程中，中间出现震荡是十分自然的事情，这部分品种未来仍将会是市场重点关注的方向。而针对第二点，IPO 的开闸确实会对目前市场投资结构形成一定的影响，会带来资金的分流，短期内市场可能会面临压力，上轮2006 年牛市初期，IPO 重新开闸导致股指调整约10%，考虑到流通性充裕的对冲，我们预计本次冲击不会太大，但也将密切关注调整的压力。

◇ 短期内，美联储可能会按兵不动，此举可打乱美元贬值和通胀的预期，防止美元指数进一步下滑，大宗商品价格短期大幅上涨的势头也可得到遏制。美元指数趋稳，加上国债收益率已经有较大涨幅，反而可增加美国国债的吸引力。但长期看，除非美国经济能够迅速好转，美联储恐怕只能再次出手了。5月CPI 通缩幅度缩窄，预期4季度才会进入正区间，使得货币政策的连续性短期内得以保持，国家不会针对信贷出台调控措施。尽管货币政策在三季度出现转向的可能性很小，但是市场的这种预期已经影响到近期美元走势以及能源、大宗商品价格的波动性加大。在三季度实体经济有望进一步改善的预期下，以内需为主导的金融行业及消费行业增长的确定性更高。经济见底复苏预期强化以及流动性充裕推动此前市场持续上涨，市场指数估值已经恢复至历史平均偏上的水平，但是断言泡沫化为时尚早。

◇ 经济危机中谁受伤最重？独善其身的中国人可能不无揶揄的说：除了中国，其他受伤都很重！或者说，危机发源地美国最重，因为连最重量级企业通用汽车都倒了。这里，让我们看看专业数据给出的答案——该报告为澳大利亚储备银行，也就是澳央行的行长格伦·史蒂文斯（Glenn Stevens）最近发布的。越偏重制造业的，尤其是附加值高的制造业的国家和地区，如泰国、台湾等，衰退越是厉害；而欧美国家在报道中听上去似乎哀鸿遍野，但其实并未如想象中严重。GDP的变动情况与国民经济所依赖的产业相关度高。格伦认为，发展加工制造业，即使是高附加值的产品，未必就是未来经济发展的制胜之道。本次经济危机昭示的是传统产业的没落和新经济的曙光。以美国为例，汽车业的繁荣带领美国成为20世纪的世界经济霸主，而21世纪，引领美国经济的代表早已不是通用和福特们，而是微软、谷歌和苹果们。所以未来能造就新经济的领袖一定是大力发展新材料、新能源和环保节能产业的国家。现在我们可以稍微接近一点真理了——包括新能源、节能、服务业（包括金融股）在内的新经济产业，是资金布局的重点区域。如此看来，所谓新经济并不是一二十年以后看不见摸不着的企业盈利，而是已经证实的、当前就能抗拒风险的、给人们以信心的经济模式！目前，股市投资情绪较为复杂，看空而不做空的想法暂居上风，短期内市场震荡或会加剧，一些结构性的投资机会亦会随之出现，例如，随着世界卫生组织将流感疫情级别上调到最高级，医药行业一些个股将会受到更多的关注。

◇ 上周市场走势高位震荡格局明显。目前流动性推动行情的基本环境仍未发生变化，下半年经济环境的稳定在于民间投资的启动，而民间投资的启动前提则是宽松的货币环境，但从目前来看，年内扭转通缩形势仍需一段时间，因此，未来一个季度内流动性仍将充裕。从海外来看，美元贬值趋势仍在强化，由此会促使资金流入新兴市场，由此，H股和A股的相互烘托将进一步升温。但是，股指在近期大幅上行后，震荡在情理之中，市场信心也会有所减弱，特别是IPO的重启将会对目前点位的震荡行情起到推波助澜的作用。综上，我们维持对市场谨慎乐观的判断——股指将震荡向上，但短期震荡会有所加剧。

◇ 目前香港市场的整体估值在历史上并不算高，海外中国股票2009年的PE（市盈率）目前大约是16倍，回到过去几年的平均水平。对于不断上涨的H股，不要过早保守，从基本面来看，经济在复苏，而从流动性来看，目前没有任何国家政府在这个时候收紧流动性。在基本面可能跟不上的时候，也许会有回调需要，但目前上涨的可能性更大。海富通中国海外精选目前的投资策略，已经从今年年初的谨慎乐观调整到现在的积极灵活，而目前，港股在大市值股票大幅上涨后，大市值股票的流动性溢价已经有所体现，而中小市值股票涨幅相对较小，市场轮动是否导致行情出现一些变化，需要积极观察并作出反应。

◇ IPO是影响股市的因素之一，但这种影响是转折式的还是途中式的还要视具体情况来判断。不认为IPO本身会使市场大跌，现在的趋势已经不是任何一个单一的因素能够完全决定的了。如果市场仍然信心爆棚，那么IPO重启不会改变市场原有的轨迹，但如果IPO重启时市场的很多正面因素已经发生了变化，那么IPO重启完全有可能成为最后一根稻草。

◇ 相比一年前寻找最具成长性的股票，目前我们更多关注的是“市场是否会有一个比较好的卖点”。认为未来行情会比较复杂，一方面目前有估值偏高的问题，另一方面“经济复苏”的预期与“流动性大幅释放”的因素占据了主流地位。鉴于中小板个股对经济回暖敏感性更高，未来经营业绩具备巨大增长潜力的中小型企业或将显现投资价值。

◇ 目前经济是在恢复的，但是市场对经济的恢复表现出比较犹豫和反复的一种心态。站在2009年6月份这个

时点，我们可以肯定的说，席卷全球的金融危机已经基本上在我们的身后了。全球各个经济见底的时间基本上在2008年的四季度和2009年的一季度，现在不确定的是经济恢复的方式是“V”型的方式进行恢复，还是“W”型，或者“U”型，或者“L”型，这方面是存在着一些争论的。但是可以肯定的说，**经济最差的时候已经过去了，下面只是如何恢复，或者恢复的情况有多快。**根据现在的一个看法，在全球各个经济体里面，新兴市场经济体，比如说中国和印度是在金融危机里面受创最小的经济体，由于政府强烈的财政刺激和货币刺激政策，恢复速度远远高于其他经济体。这两个经济体有可能会在2011年左右重新出现一个比较高的通货膨胀。而像美国或者是日本这些比较发达的经济体，经济再一次出现过热和紧张的时间，就会非常的久，有可能到2014年或者2015年。在经历了将近一个多月、两个月时间的一个全球股市大反弹以后，目前我们怎么看待全球的资本市场。根据过往的经验，整个股票市场在见底以后，基本上是一段的方式进行反弹，第一段是大家过去最坏的时候，然后投资者会迅速的去购进股票，然后整个市场会出现一个比较大的和快的反弹。**第二个阶段是股市有一个大的反弹以后，经济恢复还需要一些时间。然后这个时候股市走势会相对比较平稳，进入一个整理和调整的一个阶段。这段时间，整个市场其实也是在上升的，只不过上升的幅度要比第一个阶段慢一些，然后调整的时间也会相应的拉长一些。**到了第三个阶段，随着企业盈利的恢复，整个股票股指开始迅速下降，然后整个市场开始第三轮比较快的上涨，这一轮上涨和第一轮上涨的速度和幅度是差不多的，但是要调整阶段的涨幅大得多。所以我们整个判断，是在经历了经济见底和股票的第一阶段的上涨以后，**我们觉得整个市场会进入到第二个阶段，就是说会进行一个整理，然后再等待经济进一步明显好转的阶段，从而进入第三阶段。**虽然新兴市场经过了一些比较大的恢复性的上涨，但是股指水平和历史水平比仍然会显得贵。在未来的6到12个月里面，大家要注意一个事情，就是目前的情况和90年代初的情况是有一点类似，但是发达经济体比较低迷，为了刺激经济是大幅度的降息，而亚洲这些新兴市场，整个经济增长速度比较快，然后政府为了抑制经济过热开始大幅度的调高利率，这样的情况，就是说新兴市场的利率要比发达国家高很多，大量的钱在发达市场是没有很好的一个投资回报，这些钱会迅速的流到新兴市场里面来进行投资获利。这样的情况，大量的钱进入新兴市场出现什么问题呢？首先开始推高这个区域的股票价格，然后是这个区域的资产价格，然后是地产价格，接着是这个区域的经济开始出现过热。然后，发达国家由于通胀意识的抬头开始加息了，也同时由于技术进步，比如在90年代的时候他的IT革命让整个资本有了比较好的回报。所以在这个市场，整个钱是很迅速的流回到发达国家市场，就造成亚洲的金融危机，这是90年代初我们看到了一个情况。目前这个类似的情况也在发生，中国、印度这些新兴市场国家经济增长速度还是比较快的，而欧美的经济增长速度，我们觉得他到2015年之前才能慢慢恢复到一个比较高的增长速度，而中国、印度在2011年到2012年就能恢复到这个水平，第二个是欧美的通货膨胀压力非常小，所以把利率降的接近于0的水平。**亚洲这些新兴市场国家整个利率水平还是比较高，而且我们觉得在6个月以后随着通货膨胀压力的增大，像新兴市场的央行会逐步提高自己的利率。这样的情况，新兴市场与欧美发达国家的利差会开始变得比较大。**第三为了拯救经济，各个央行都在拼命的印钞票，所以美元的贬值压力是非常大的。第二点美国经历了这次金融危机之后，他的政治、军事地位和以前的最高点是受到一个比较大的打击。各个新兴市场的国家慢慢的不愿意把自己的外汇全部都变成美元了他需要把自己的美元资产变一部分到其他的资产，比如说是金属，黄金或者是资源型产品或者是其他国家的货币，这些也会导致美元有一个贬值。还有一点，新兴市场一旦稳定下来了，由于投资机会的差别，大量的投资者会把避险资产从美元资产转成其他类型的资产，这也会导致美元下跌，这样整个美元这方面我们觉得供应是比较宽松的，而且钱会从美元资产流向非美元资产，也会流向新兴市场。还有一个情况，我们觉得在经济增长速度还有利率差异，还有投资机会的差异，还有各个主要经济体，对货币政策宽松和收紧的时间上的差异，我们觉得目前的情况和90年代初亚洲金融危机前面的情况是比较类似的。**新兴市场会享受大量外汇流入带来的股票价格攀升和资产价格攀升，但是要警惕一旦趋势发生逆转会对这些国家的经济带来比较大的损害。**所以，我们现在看起来的情况，我们担心的就是说美元什么时候会开始回笼，就是美国一个新的政府开始弄的新能源革命，或者是新的生物技术，或者高科技革命，如果能够改变整个应该发展的方式和人们生活的�式的话，会带来比较好的投资收益，这个时候钱会开始往美元流回去，那个时候对新兴市场会是一个比较大的打击。这是我们在未来6个月到12个月里面预期看到的情况和自己担心发生的事情。具体而言，对于新兴市场的投资者，现在过早的担心整个股票或者是资产价格下跌的话，我们觉得还没有到时候，而且现在是属于新兴市场的股票或者资产价格回升最好的一个时候，虽然已经涨了一段。**就是觉得最坏的时候已经过去了，然后钱在迅速的流往新兴市场的股市、房市以及实业领域。我们目前过早的看空股票或者房产价格的话还没有到时候，也是过早的担心。**下面我们看一下中国的情况，在整个金融危机见底和回升的过程中，中国无疑是全世界所有经济体表现最好的和最出色的一个经济体。由于中国政府去年年底到今年的一季度就开始实行大量信贷刺激和财政刺激计划，所以我们整个经济在去年见底之后目前位置是上升阶段，根据领导人对经济的调研和判断，我们看到中央政府认为经济危机的影响仍然在扩大，经济回暖的过程还需要不断的确认和掌握。所以我们判断在短期里面整个积极的财政政策和适度宽松的货币政策不会有任何的改变。而且我们回顾2008年，中国组成的经济管理部门之一，人民银行在对经济的判断上实际上是出现了一个比较大的反复，从年初要控制经济过热遏制通胀到年终要结构性调整有保有压，到年底的时候是全年的保增长，促就业。所以我们发现大的宏观的经济政策在一年之内出现了三次改变，这对一个大的经济体来说是不太容易的一件事情。这个会造成一个什么后果呢？就是下一次我们改变积极的财政政策和宽松的货币政策的时候，会比大家想的要晚一些。因为我们

觉得主要的政府的决策官员宁可在经济已经确认没有问题了，甚至出现一些稍微过热的迹象，他再进行政策的调整，对于他来说是最稳妥的，而不用预先的进行一个调整。这样会给大家带来一个什么情况呢？由于现在货币的高度投放，**我们觉得之后6个月之后，就是今年年底之后物价会重现出现上涨**。目前整个居民价格消费指数在3月份已经变正，然后工业产品出厂价格指数也会在七八月份开始变正了，到年底之后，同比会开始变正，这样通货膨胀的苗头就会出现了，由于整个政策的可能，我们觉得可能会滞后，会给整个经济通货膨胀带来稍微高一些的苗头。工业企业利润也是在逐步的改善，去年1—2月份同比下滑了37.3%之后，1—3月份开始下降32.8%，1—4月份变成27.9%，可以看到工业企业的利润一个环比的增长是从底部回升。这个里面要讨论一个问题，就是我们整个发电量的同比还是处在同比下滑的过程中。但是经济增长的话，同比是一个正的增长。所以，发电量数据和经济GDP增长速度之间的不协调，这个引来的主要是国外、海外机构的一片置疑。类似的情况在1998年我们抗击亚洲金融危机的时候也是出现过的。1998年发电量同比下滑情况也是比较大的，但是那个时候GDP增长是要“保8”还是“保7”也是出现比较大的增长。我们觉得这个情况是两个原因，一个是统计数据有问题的。因为各个地方政府为了实现中央“保8”的方针，可能在一些数据上报里面有一些水分，这个情况在统计局局长也对统计数字提出了进一步的要求，要求要严惩统计数据造假的这一部分责任人定。第二个事情，由于整个经济恢复的时候，他的四个高耗电行业，比如有色金属、化工、电力是和出口高度相关的。在经济恢复里面，出口相关产业恢复慢一些，固定资产投资增长比较快，然后消费比较平，所以这个也是造成发电量和经济增长数据差别的第二个原因。

- ◇ 在中国政府向整个经济投放大量信贷的情况下，我们觉得流动性充裕的情况下整个资产的价格泡沫是会慢慢出现的，除非这些政策会很及时的收缩，我们觉得政策的提前进行调控和及时的收缩是有一点困难。在这种情况下，我们觉得股票还有房地产市场，以及其他经济体资产价格上涨基本上是一个确定的事情。第二点，就是居民的购买力，由于房价在前一段时间有一些下跌，所以房价收入比反映购买力的指标也有些恢复。然后出于对于通货膨胀的担心，和自己手里货币购买力保值的需要居民会加大对房产的购买保住自己财富的保值，这也是房地产市场销售比较好的一个重要原因。所以我们看，在整个经济的三架马车里面，出口这一块我们觉得还是会比较糟糕的。虽然最坏的时候已经过去了，但是什么时候能够恢复起来现在心理是没有谱的。消费这一块比我们原来想的好一些，因为中国居民有储蓄的情况，所以他存的钱在经济不好的时候充当了经济减缓的缓冲器，整个消费指数并没有受到金融危机太大的影响。第三点固定资产投资由于政府积极的财政政策和宽松的货币政策，政府投资的项目在迅速的增长。而房地产市场也开始启动，这是私人投资的一个主要部门。由于大家对改善住房的需求，然后城镇化的进程，以及对自己财富保值增值的需要，房地产的库存消化是非常好的。而且我们觉得照这样的速度再过六个月到7个月之后，房地产整个库存会消化完了，到时候会迎来新一轮的房产价格上升。所以再回顾中国经济的三个增长点之外，我们觉得经济增长还是处在恢复的轨道上，在未来6到12月里面一个主要主题就是通货膨胀的出现。这个情况是整个经济，就是整个信贷还有企业盈利，还有股市表现的三者之间的一个关系。股市一般会在这两个情况下表现比较好，一个是信贷很宽松，但是企业盈利还不是太好的时候，这个时候股票会表现非常好，因为流动性比较充裕，大家觉得经济开始恢复了。很典型的一个情况，就是说目前是这么一个情况，就是信贷很宽松，但是企业盈利还没有恢复。在历史上的情况，就是1996年的一季度和2001年二季度，那是历史，但是现实发生就是现在这个阶段，就是钱很多但是企业盈利还不是太好。还有一个情况，由于信贷很宽松，钱很多，然后企业盈利也不错，这个情况我们觉得是在2007年一年都是这个情况，就是企业盈利在上调，信贷比较放松，这两种情况下市场都表示不错。什么时候表现比较差？就是企业盈利不错，但是流动性开始收缩。但是每个企业的盈利还可以，我的股指也不算太高，这个时候市场是下跌的。还有一个更糟糕的时候，企业盈利不行，信贷还不放松，那个是个什么情况呢？就像美国和欧洲市场，在过去的一年里面他们的情况就是这样。所以，我们觉得，我们现在的情况是从流动性很好，企业盈利一般开始向企业盈利也很好的这个过程在过渡。这个时候，**我们觉得对市场的担心其实并不是那么大，我们觉得后面还会有一个比较好的阶段来为投资者实现一个比较好的收益**。刚才所说的这个规律，其实是在美国的情况也是一样的，就是流动性好，企业盈利不行，或者流动性好企业盈利也变好的市场通常不错，但是开始收紧流动性的时候市场开始有问题。根据这个情况A股市场会出现一个泡沫，在目前为止2700点左右的一个市场股指还是相对比较合理的，整个PE大概是20倍，然后每股净资产的PB大概是2.9倍。我们觉得整个市场目前这个点位股指是合理的，不用担心市场这个位置在流动性比较充裕的时候出现大幅度的下跌。随着企业盈利的恢复和流动性的进一步宽松，市场还会重新的往上涨。这里面和大家想交流的一个情况，就是整个次贷危机之后人民币汇率升值的步伐其实已经停止了，反而还出现了说人民币汇率要贬值的话，在整个经济体系平稳下来以后，和整个中国经济开始恢复之后，我们觉得人民币升值的压力会重新出现。尽管政府为了保证整个经济的增长和出口部门的恢复，他会把汇率控制在一个比较合理的水平一段时间。但是，人民币升值的压力会越来越大，而且人民币升值的预期重新出现。这样会像2006年到2008年，就是很多热钱又开始从国外流到国内赌人民币升值。这些热钱进入到中国之后最喜欢去的地方就是两个地方，我们在2006年到2008年之间可以看得到，一个就是股市，一个就是房地产市场。所以，从最新的外汇部门的数据可以看到，一些说不清楚的资金从第一季度往外流出，到最近两个月这些资金开始是往国内流了，而且资金的速度相对数量比较大的差不多是一个月一百多亿左右，我们的外贸盈余大概就一个月两百多亿左右，所以热钱的流入趋势开始出现了。这个一个重要的经济方面的趋势，还有一个很重要的事情，就是经过这次次贷危机之后，全国的

政治、经济、军事力量的格局有一个改变，美国从最高峰开始往下走，中国由于没有太受损伤，所以崛起成为一个新的力量。欧洲和日本会相对有一个长时间的萧条过程。所以在中国整个国际地位提升的过程中，对人民币资产，或者是对中国国家整体风险评估会下降，所以这会导致很多钱，比如说海外华人的钱，或者东南亚这部分和中国比较紧密利益关系的钱会流到中国这个市场上来。所以这里面，我们会看一下整个经济的情况，我们认为中国的经济仍然处在良好的恢复势头，而且这个势头我们看到还会一直的延续。政府政策不会过早的进行调整，所以对目前这个市场上整个市场股指我们觉得是比较合理，而且随着盈利的调整会有进一步上升的空间，国外最重要的一个海外经济主题就是美元的贬值和美元旗下的资产、大宗商品，或者是其他国家的货币会有升值。国内的一个主要宏观主题就是通货膨胀会在6个月以后开始重新出现。而且由于整个政府政策调控的一个可能会滞后，会导致我们看到一个高一些的通货膨胀。股票市场目前并没有结束上升过程中，但是从第一阶段的快速回升，进入到第二阶段的整理，所以在这样的经济和市场条件下，我们各位投资者的精力还是说应该增大股票和基金的投资比重。而且是有住房的需求，应该去购买住房。

- ◆ PMI 指数显示二季度我国经济增长环比正展开强劲反弹；新增信贷投放可能趋于平稳回落，但资本市场的流动性仍将保持充裕；通胀预期继续加强，企业盈利也在逐步好转；因此支撑本轮反弹行情的因素依然存在。但另一方面，市场可能会对房地产和汽车等可选消费品的季节性销量回落有所担心，而外围市场的波动可能也会增加。综合判断，我们认为6月份市场震荡向上的格局不会改变，但市场波动可能会加大。我们判断支撑6月份市场上行的主要动力来自国内外经济与政策层面同向好转，我们对近期决定和影响股市运行的基本面因素分析如下：1、**外围经济体未来一个季度的波动可能加大**。美国股市5月份继续大幅上扬，且升至今年以来的新高水平。美国一季度实际GDP预估值年化环比下降6.1%，大幅萎缩的私人投资显著拖累了经济表现。美国经济的先行指标已经连续几个月出现好转迹象，密歇根大学5月份消费者信心指数上升至68.7，美国供应管理学会制造业指数5月份升至42.8，再度超出市场的预期；美国私人部门失业人数开始出现意外的减少，预示着继前几个月工作岗位严重流失后，企业可能正放缓裁员的步伐；这意味着美国经济最坏的时期正在过去。但美国的衰退过程毕竟并未明确结束，通用和克莱斯勒等大的汽车厂商的破产保护可能会对未来一个季度的就业和消费领域带来负面影响，持续上涨的油价也会制约消费的恢复；另一方面，美国制造业去库存化过程尚未完全结束；这些因素可能将导致未来一个季度内美国的经济数据和股市出现一定的波动。2、**国内经济反弹仍将继续，但即将迎来季节性淡季**。中国5月份PMI为53.1%，已经连续3个月呈现扩张态势，其中与基建投资关联的钢铁、有色、水泥、专用设备和电力设备等行业景气回升显著，充分显示了国家4万亿基建投资的起点对我国实体经济的影响。而在国家政策调控的背景下，2009年新开工项目的计划投资额同比增长大幅攀升，预计二季度我国GDP增长率环比将出现强劲反弹。我国消费和出口将保持弱势企稳。国家统计局的数据显示，2009年4月份我国社会消费品零售总额同比增长15.2%，继续保持相对高速增长。近期由于企业裁员减薪、农产品价格回落和农民工失业问题等导致的我国居民收入放缓的态势出现了一定的缓解，2009年一季度我国居民收入同比增长10.2%，居民消费支出增速出现了一定的反弹迹象。据海关总署数据，2009年4月份我国进、出口分别同比下滑23.05%和22.59%，较一季度略有回落，但较08年底的大幅下滑仍有明显的改善。从PMI先行指标来看，进出口先行指标都出现了明显的连续反弹，这显示我国的内外需都出现了明显的恢复，也意味着外围经济体工业企业的去库存过程已经结束，企业开始了新的补库存过程，我国面临的外贸形势最坏的时期正在过去。2009年4月我国CPI同比下降1.5%，降幅略有反复；PPI同比下降6.6%，仍然处于探底过程之中。但由于2008年的同比基数异常，导致09年的价格指数出现一定的失真现象。从环比来看，主要商品的价格则都出现了一定的企稳或回升。近期各国央行的货币投放导致未来全球出现普遍通胀的可能，但全球普遍的产能过剩对物价形成压制作用。在全球经济一体化背景下，一旦实体经济出现明确的企稳迹象，全球范围内的通胀局势将会形成。需要指出的一点是，**三季度是我国历来房地产和汽车销售的传统淡季，因此两大先导性行业的环比销量预计将会有较大的回落，但是同比增速可能仍将维持在相对较高的水平。我们需要警惕房地产和汽车销量的环比回落可能会给投资者信心带来的扰动。**3、企业盈利压力下降，市场估值合理。2008年全部A股上市公司盈利同比下降14.57%，降幅超出市场的预期。但08年企业盈利的超预期下滑降低了09年的企业盈利基数，我们将对09年的企业盈利预测上调至0增长或个位数增长。从季度盈利来看，2008年四季度是企业盈利最坏的时候，同比降幅达到85.8%；2009年一季度企业盈利同比下滑25.7%，剔除金融和采掘业后同比下滑46.7%。我们认为企业的去库存化调整过程和外需的剧烈恶化是导致企业盈利出现剧烈下滑的主要原因；而随着去库存化过程的结束和外需的逐渐企稳，企业盈利恶化的趋势正在好转，预计随着物价在09年下半年的回升，企业盈利的增长也更有保证。我们认为09年的企业盈利恢复的过程正在展开，因此企业盈利下滑对市场的冲击作用已经不再明显。**目前沪深300指数2008年静态市盈率为24倍左右，上证综指静态市盈率在29倍左右，相对而言，总体市场的估值水平已经相对合理，继续大幅上升的动力有所减弱；但是考虑到流动性充裕和企业盈利恢复对市场估值的提振作用，我们认为目前A股市场的估值仍然处于合理区间。**而从市场的结构性分化来看，剔除总市值前300名的个股后，剩余股票的静态市盈率已经接近100倍，呈现出明显的局部泡沫迹象。4、**市场流动性充裕的格局仍将继续**。从2008年11月份开始的商业信贷和货币供给速度连续超出预期，09年前4个月的新增信贷投放规模已经达到5.2万亿元，超过08年全年的新增规模；与此相对应的，广义货币供给量M2也出现较大幅度的反弹；资金的大量投放较大的缓解了实体经济面临的资金压力。二季度到期的央票数量依然巨大，**尽管市场对新增信贷投放的持续性存有怀**

招商 基金

疑，我们也倾向于未来的新增信贷增速将趋于平稳回落，但可以肯定的是总体的资金层面仍将宽松。从2009年1月份开始，A股市场的客户保证金规模呈现连续上升态势，A股账户数量的持续攀升也显示投资者的信心逐渐上升，参与交易账户占比维持高位。同时，由于后期的非流通股解禁逐渐以持绝对控股权的大非为主，其对市场的资金压力不宜高估。IPO的重启也无法改变市场的长期运行趋势，持续的货币宽松局面对A股市场的估值形成有力支撑，并带动了投资者信心的好转。5、政策调控预计仍有空间。从2008年10月份A股市场构筑自然底部以来，中国政府先后推出了4万亿投资计划、十大产业振兴计划和通过2009年深化经济体制改革意见等重大举措，旨在通过推动固定资产投资和刺激居民消费来提振经济，抵御外围需求放缓的冲击，预计后期深化经济体制改革的各项具体措施将陆续推出。中国政府曾经明确表示，应对各种复杂局面的政策储备已经有了充分的准备。近日中国财政部部长谢旭人表示，中国政府将根据国内和国际经济形势的变化，继续采取及时有效措施来促进经济增长。鉴于目前我国居民、企业和政府部门的负债水平都不高，特别是中国的国债依存度不足20%，远低于美国等60%的债务比率，我们认为政府的宏观调控仍有较大的空间。我们判断短期内我国经济表现将相对较好，政府再次推出重大政策的必要性不大，市场对政策的预期也在逐渐减弱；但是诸如改善民生、促进技术升级和产业升级、刺激居民消费，以及鼓励新能源产业发展等政策仍可能陆续推出，也会给股票市场提供更多的想象空间。基于对股票市场仍将会上行的判断，我们仍然会采取相对积极的进攻型配置。我们在策略上仍然坚持从业绩和估值角度精选个股，将在市场上升期间从行业轮动和主题轮动角度把握各种潜在的投资机会。基于我们对A股市场估值的结构性分化判断，我们在风格选择上倾向于相对估值水平较低的银行、地产、钢铁、煤炭等大盘蓝筹股。从行业景气程度判断，我们看好将迎来阶段性景气好转的钢铁、有色金属和煤炭行业，同时我们也将重点关注智能电网、军工、资产重组、区域振兴计划，以及泛通胀概念等主题性投资机会。

- ◇ 可能的风险：1、外围市场恶化。尽管外围经济体近期表现良好，外围市场也持续反弹，但经济的筑底过程可能充满反复，外围经济体经济数据的反复波动可能导致外围股市出现调整，并给A股市场带来一定的心理压力。2、信贷快速回落。09年上半年新增信贷的超预期投放使得后期的信贷增量可能面临回落的压力，尽管全年的信贷余额已经确定处于较高水平，但如果未来的新增信贷增量出现过快的回落，仍然可能给市场信心带来压力。3、市场扩容压力。尽管缺乏新股发行的股票市场难免异常，IPO重启时机的提前也被市场平静接受，但如果IPO融资数额远远超出市场预期，将会给市场资金带来压力，进而影响到市场信心。
- ◇ 站在今天这个时点，我们有必要重新回顾三大推动力有没有发生改变，如果发生了改变我们A股市场也会发生转变，如果出现了超预期的增长，那么未来市场还会走出更新的行情。第一个力量政策做多目前还没有什么大的变化，流动性也依然保持一个扩张的态势，而宏观经济的复苏预期则是最根本的一个推动力。从目前的各项宏观经济指标和数据证据来说，我们确信美国最严重的危机阶段已经过去，美国正重新走入一个复苏的通道。耐用品订单五月份开始反弹，表明企业的投资和生产意愿增加，美国的出口好转，消费信心连续两个月的大幅反弹，表明美国经济最依赖的国内消费也开始反弹，美国的储蓄率已经从危机前的零回升到3%以上，我们预期会攀升到5%以上，这证明美国人开始储蓄，有了加大消费的基础。因此消费信心大幅反弹，意味着美国的消费会走向好转。消费贷款开始回升，融资市场活跃，这表明美国受次贷危机的金融市场去杠杆化已经结束，在这种情况下，整个宏观经济面临完全的复苏。最后就是房价下跌放缓，二手房交易活跃，这个后面会重点说。银行压力测试和资本金到位都表示金融系统开始稳健，最后是经济学家预期美国的GDP会重新增长。刚才说房地产是一个非常重要的行业，不仅在中国，在全世界都重要，在任何国家都是一个先导性支柱性的行业，带动的相关行业非常多。和中国一样，一个新家庭形成，结婚和房屋拆迁都会带来刚性的需求，是相对平缓的增长。目前这个新开工已经大大大于刚性需求，从历史来看，一旦低于刚性需求，用不了多久就会回升，目前已经大大低于了刚性需求的增长，所以我们预测，未来新房开工必然会出现回升，而这个是房地产复苏的先行指标，只有开发商意识到房子会好卖，房价会上涨，他才会加大房地产的开工量，否则干嘛要建房子？所以说，如果新房开工目前出现好转，那么未来三个月的美国新房施工和竣工面积都会上涨，会带动相关行业的复苏。这是美国按揭支出占家庭收入的比重，现在是12%，历史平均水平是18%左右，这表明美国家庭用于购房的支出占其总收入地方的比重是越来越小了，他们的消费能力越来越强，这也为后续的复苏提供了一个购买力的基础。第三个，银行信贷意愿反弹，历史上来看，银行贷款给你买房的意愿是住房消费的先行指标，目前银行的借款意愿已经出现了大幅度反弹，而销售量还没有反弹，历史证据表明，借款意愿一般是领先三到六个月，所以我们相信，三到六个月以后，房屋销售一定会反弹。房地产一旦复苏，相关行业肯定是全面开花。因此我们可以看到，经济学家都作出的预测：美国GDP在结束了四个月的负增长以后，今年三季度会重回到正增长，而且未来几个月恢复的力度越来越大，因此复苏的趋势是不容置疑的。美国没有问题了，那我们现在看看我们中国自己的情况，前面说了，上半年大家只是预期宏观经济要复苏，实际情况是不是真的复苏了？的确是这样的，一二三月信贷增长连续创新纪录，我们年初的时候预测，09年全部信贷增长大概是六万亿，而第一季度已经接近了五万亿，也就是说，信贷增长的程度是远超预期的，而各种指标表明，我国经济开始反转，券商已经调高了GDP的预测，今年保八的任务是肯定可以完成的。这是工业增加值的环比趋势，我们可以看到，在一季度，这个值已经开始回升，这表明企业的销售和盈利情况都在好转，发电量表明行业增长和生产状况也在出现好转，城镇固定资产投资这个图很重要，大家知道，固定资产投资是中国拉动经济增长的三驾马车之一，而在中国也有非常重要的地位，固

信诚
基金

定资产投资在中国并没有受到次贷危机的很大影响，一直保持30%的历史高位，为什么一直保持高位，原因很简单，四万亿的投资，国家在年初出台了大量的固定资产投资计划，主要是铁路、公路、基础设施建设，这些大大拉动了固定资产的增速，政府投资弥补的是民间投资的下滑，我们年初的时候预测，今年的房地产投资基本就是零增长，乐观的估计09年房地产投资是增长5%，悲观的估计是下跌5%，而一季度的情况，房地产投资的确是零增长，开发商不买地，不开工，都是抱着尽快销售存货，把手里的房子尽快卖光，表明民间投资对未来抱有悲观和疑惑的态度，所以政府投资在这个时候及时的补上。到目前这个时候，情况已经开始发生了变化，大家知道，最近一两个月房地产销售异常火爆，房价开始走出新一轮上升通道，这样的情况下，开发商重新进入了土地市场，而且各大开发上已经重新开始新开工项目，未来的房地产投资肯定要跟上，最新的预测，各大研究机构对房地产预测是今年增长10%以上，明年增长15%以上，这个代表什么？表明房地产已经进入了一个新的发展通道，明年即使政府投资不再增长，中国的固定资产投资还可以保持一个较高的水平，三驾马车中投资这块是没有问题的。而且大家知道政府投资有两个弱点，一个是经济效益比较低，第二个是带动的行业比较少，因此只能起到短期的刺激作用，而民间投资不一样，房地产投资是带动相关行业最多的行业，可以带动上下游相关四十多个行业，所以经济效益更高，对经济的带动层面更广，**如果民间投资接力政府投资以后，我们可以预期，下半年的经济发展基础会更为稳固，发展的态势会更加向好。**刚才说了投资，我们再看看消费，我们历史上是轻消费的，主要问题是一个结构性的原因，次贷以后，中央出台了大量刺激内需的政策，包括消费税、补贴等各种刺激方案等等，大大刺激了中国内需的增长。我们可以看到，今年以来，社会零售消费品实际增长达到了历史最高水平，这个可以从汽车消费印证，今年汽车消费异常火爆，第一个季度是小排量汽车出现了爆发性的增长，然后各大厂商的小排量汽车基本库存清光，到二季度以后，豪华车和高档车开始接力增长，目前在上海大家可以看到，豪华品牌的车基本预定三个月到半年提车，这个消费的力度是远远超过了过去，所以内需的真实启动表明未来的中国经济增长的结构正在慢慢转变，由重出口重投资慢慢转向以内需发展为主。这是今年三月前的数据，一季度的数据，上海、北京等主要的大城市，房地产销售出现了爆发式增长，到五六月份，这个值已经接近了07年以来的历史最高峰，而且我们预计，在下半年的“金九银十”阶段房价会逼近07年的最高峰。由于房地产带动的行业非常多，由于新开工量大量增长，这里有一个数据没有列出来，五月份房地产商的新开工计划投资额环比增长了95%，环比增加95%，这意味着几乎所有的开发商在五月份都开始重新看好中国未来的房地产市场，这是非常令人振奋的数据，一旦新开工开始启动，房地产上下游的企业都会出现明显的复苏。所以现在市场的数据比我们年初预期的更好，完全是超乎我们的年初预期，这一轮上涨是一个宏观数据和政策支持的多头行情，而且未来这个行情会延续，但是结构方面会发生比较大的变化。刚才一直说了，上半年这个上涨是基于宏观复苏的预期，这个预期并没有转换到上市公司盈利的层面，大部分的上市公司一二季度的业绩还是比较差的，这样的情况下，这些钱就会流入中小盘股和主题投资，炒题材股，所以说，上半年中小盘股和题材股出现了大的上涨，但是目前不同了，目前宏观经济复苏已经开始慢慢的向上市公司盈利方面转变，大家要看业绩了，这时候就是蓝筹股的优势了，所以我们下半年必然绩优股和蓝筹股行情。上半年上市公司盈利状况还没有发生转变，还没有反映到上市公司盈利方面，接下来怎么反映到上市公司盈利层面呢？上市公司的盈利是什么呢，就是上市公司的利润，利润怎么算，大家可能很熟悉，利润是收入减去成本和税费，最重要的是收入和成本。我们先看看成本，今年的成本已经比08年有了很大的下降，油价是去年的一半不到，铜价也是去年的一半不到，运输成本是去年的30%不到，因此从二季度开始，企业的成本压力会比08年好很多，这个成本出现了大幅度的下跌，成本数据在宏观经济指标上反映是PPI，就是生产物价指数，生产物价指数是这个红线，这个红线目前下跌的幅度是最大的，从去年的高点下跌到这里是一个完全崩溃的下跌，而我们的上市公司的收入可以参考CPI是这个蓝线，这个蓝线在上面表示收入增长快，成本增长慢，如果收入增长的速度高于成本的增速，必然会使利润增长，这个可以从历史的数据中得到印证，目前收入增长速度远高于成本的增长速度，所以未来上市公司的利润是逐步得到好转的，业绩是持续提升的，这个多头行情目前还没有了结，如果有一天看到这个成本比收入增长更快了，大家就要小心了。这是一些08年年报中的证明，大家可以看到，08年的时候，这个成本增长的速度更快，增长了23%，而收入只增长了17%，而且去年利率比较高，财务费用上升的幅度也比较大，今年完全反过来了，收入的增长更快，成本增长更慢，而且财务费用出现大幅的下跌，这些是支持股市上升的最大逻辑。这样的情况下，各大研究机构都上市公司的盈利预测正在逐步的调高，**目前预测调升的行业明显多于调低的行业。这是支持未来股市上升的最主要的推动力。**所以说下半年的盈利预测在改善，而且美国经济在复苏，两个力量形成了一个合力，会支持市场继续上升，但是股市是以业绩和蓝筹行情为主，因为是业绩推动的。所以从上面来看，大家都明白了这个市场是有的做的，但是怎么做，这个涉及到投资的策略问题了，不是你随便乱买一个股票就可以赚钱的。我首先还是强调一点结构性的变化，事实证明，小盘股半年以来已经连续跑赢，目前大部分的小盘股和盈利预测已经到了一个顶部，估值出现了明显泡沫，未来上升的空间不大，倒是下跌的空间比较大。而**大盘蓝筹股主要是银行、地产、石油石化等，他们现在的PE水平基本在20倍以下，基本属于合理水平，大盘的估值基础比较稳固。如果未来盈利调升，估值水平也调升，那么上升的空间会更大，所以我们下半年以绩优、蓝筹股为主。**前面说到三大推动力，政策方面的风险不大，因为后续的政策还是非常支持宏观经济和资本市场发展的，我们不要过多的考虑政策会不会收紧，央行会不会突然收流动性，这些在未来短期内可能性不大，除非出现过热，即使出现过热，我估计也是在一两年以后，短期内不会出现政策转向的情况。限售股解禁现在主要是大非，小非后

- 续的量已经很小了，小非目前已经解禁了75%，后来只有25%，这个量对大盘不会有什么影响。
- ◇ 一般来说，房地产每年都有两个旺季和两个淡季，一个淡季是春节前后，第二个是暑假，一般的旺季都是在开春以后，还有一个金九银十。现在已经进入了一个淡季，现在天气越来越热，而且房价已经开始上涨，所以销售量可能会出现下跌，但是金九银十到了以后消费热情会重新激发起来，历史上来看，九、十月都是房地产的高峰时期，今年也不会例外，因为刺激房地产的各种因素目前没有转变的预期，因此我认为，在经历夏季短暂的振荡调整以后，八九十月房地产还会迎来一个比较大的投资机会。银行在房地产上涨的期间，他有两大收益，第一个收益，我们知道银行贷款的抵押物都是房地产，如果房地产价格上涨，那么代表这个银行的抵押物出现了明显的价值上涨，表明银行的资产质量越来越好，这对银行的估值和盈利水平都有极大的推动作用，银行还是有比较大的投资机会。钢铁的情况相对复杂一点，钢铁目前面临的情况主要是产能过剩，钢铁由于经历了前几年的投资高峰，现在形成了大量的闲置产能，这个巨大的过剩产能制约了钢价上涨的空间，此外随着大宗商品的上涨，钢铁的原材料也在随着铜价和各种金属的价格也出现了上涨，最近的谈判也是非常的困难，预期未来的成本上涨的趋势还是比较明显的。钢铁相对来说还有一些不利的因素，但是总的来说，如果宏观经济持续的向好，那么钢铁的过剩产能会逐步的消化，钢价也会出现上涨，所以钢铁可能会稍微滞后一点，**觉得钢铁投资机会可能要等到2010年以后**。上半年经济回升的预期已经基本反应了，但是对于下半年经济复苏的程度大家还存有疑惑，认为还没有完全反映，第一大家对美国的经济目前还存有很大的疑惑，美国经济目前的确存在两难境界，美元如果继续保持宽松的政策，美元继续贬值，那么美元的地位是岌岌可危，如果美国不继续量化宽松的货币政策，那么他们的复苏道路会比预期的漫长，因此美国现在陷入了两难境地以后，目前基本上美国政府对这个问题一直是保持一个平衡的态度，从这个角度来说，美国的复苏大家的确是存有比较大的疑惑，刚才说了，美国经济的未来复苏是确定的，只是复苏的程度会不会超出市场的预期，如果美国复苏的程度超出我们的预期，那么全球经济还有我国复苏的程度会比我们想象的更大，这样股市上涨的空间也会更强一点。中间肯定会出现反复，这个反复可能近期就会看到，六七月份，在这个切换期，因为目前来看，很大一批的没有业绩支撑的小股票、题材股都开始走向回归的道路，下跌的空间还很大，这个情况下，可能股市会短期的跌下去一会儿，但是对于蓝筹股和有业绩支撑的股票来说，包括有业绩支撑的中小盘股都是有希望的。股市肯定不会与经济面出现严重的背离，股市始终是经济的先行指标，是经济的晴雨表，如果经济未来确实是复苏的，那么股市不会下跌，如果经济未来走坏，股市也不会一直上涨，所以股市对经济的先行作用还是越来越值得肯定的。特别是在经济全球化的今天和中国股市的容量和广度越来越大的情况下，股市对宏观经济的先行性是越来越强的。
- ◇ 目前，经济的确处于恢复期，但我们要看到，经济体运行一般规律是下行趋势比较陡峭，复苏回暖等阶段走势相对平缓，需要较长的时间。目前的经济数据，像PMI等经济先行指标较为理想，但用电量等更能代表实体经济运行的数据还有待观察。**如果从经济发展的长期视角来看，最糟糕的时刻已经过去了，目前经济体仍在底部运行有待恢复，真正的通胀出现最快可能也要在明后年。当前市场总体估值水平已处于相对合理阶段，重点公司滚动市盈率、2009年预测市盈率分别为18.8倍、17.4倍，市净率为2.2倍，均处于合理区间**。不能把获得超额收益的希望完全寄托在估值的进一步提升上，而要把主要精力放在精选个股上面，这是下半年乃至明后年的投资关键。
- ◇ 新股发行对市场负面影响可能有限。随着新股发行在即，投资者很自然预期到中国建筑等大盘股将会发行，中国建筑有可能融资额在400 亿元以上，这对投资者心理产生了较大的压力。**历史上与中国建筑发行最为类似的是2006 年10 月27 日的工商银行上市，当时投资者也十分担忧，大盘在工商银行上市前呈现窄幅震荡，但当工商银行上市后，大盘在基本面的支撑下大幅走高。所以从影响市场的变量看，最关键的仍是经济复苏预期和流动性趋势。**
- ◇ 国内土地市场交易火爆，新增信贷量活跃。5月份新增信贷量达到6,650亿元，同比上升109%，超出我们4,500亿元的预期。**房地产用地交易量以及新增信贷量的大幅利好坚定了我们看好房地产板块的信心。**
- ◇ 人民币汇率政策的出路最有可能是盯住一篮子货币，而不是继续现有的同美元挂钩的策略。考虑到目前经济情况的不稳定性，任何新的制度的实施最早都要等到明年年中以后，因此**人民币对美元汇率在今年全年、甚至在未来12个月中都将保持稳定。**
- ◇ 经济复苏趋势不变，货币环境维持在历史最宽松水平，流动性进一步好转，利好股市等资产。不过IPO的重启已箭在弦上。根据我们做的历史统计，重启前后1个月则变数较多，涨跌不一。不过，如果周期窗口缩小，在重启IPO前后，绝大多数时间呈现出下跌的趋势。预计公开招股的时间可能在6月下旬，我们认为在此前后可保持相对谨慎的态度。
- ◇ 市场冲高乏力出现明显滞涨信号，多数个股流露出疲态对市场人气有所折损，虽然扩容压力初步显现，对大盘走势形成制约，但总的来看**较好的宏观经济数据及宽松的资金供给依然对市场形成良好的支撑，预计后市仍将维持强势震荡格局。**
- ◇ 美联储刚公布的褐皮书披露美国12个地区中有5个已经逐渐出现了下滑速度趋缓稳定的迹象。特别是处于金融危机中心的美国银行业也逐步走出谷底，四处融资偿还政府TARP援助，开始丢去拐杖靠自己双腿走路，无疑是个很好的兆头。同时从历史上看，S&P股指的涨幅几乎与10年期国债的收益率同向波动。当然，在美国谈的更多更大的问题是政府的凯恩斯主义是否走得太过了？自由资本主义的活力与效率是否被政府熄灭了？美元的地位与美国的发展模式是否面临改道了？布雷顿-森林II所描述的美国赤字将继续

国投
瑞银

浦银
安盛

续由以出口导向的亚洲等发展中国家赚的美元回笼到美国来支撑其低价融资的体系还能撑多久？这些，看来得等经济学家们来讨论了。而我们目前的股价，基本上已开始包含全球经济在年底前后企稳回暖的预期了。

- ◇ 作为本轮行情的主要支撑，宏观经济的恢复已经得到市场各方的认同，并将继续成为行情延续的基石；但与此同时，短期的不利因素亦可能引发前期获利的投资者兑现收益，从而使近期行情存在着反复震荡的可能。西方经济体的复苏开始明确启动，长期的外源性利空阶段有望结束并迎来向外源性利好阶段的转折。展望后市，在经济复苏局势较明确的情况下，股市各板块的分化将呈现显著之势。建议：关注盈利能力有望迅速恢复的行业，如银行、券商、地产、高档酒类、酒店、餐饮等。
- ◇ 虽然黄金不存在合理估值的问题，但黄金股却是可以估值的。与一般性商品生产企业的估值主要由盈利决定不同，黄金开采公司的价值主要由其矿藏储量决定。简单的理解，就是黄金股目前的市值不应超过其矿藏储量的总价值。对比A股黄金股目前的市值和资源储量，有些黄金股的总市值已经大幅超过其矿藏储量按目前市价计算的资源价值。也即使不考虑成本（多数黄金股的净利润率不足10%），目前把这些黄金股的所有矿藏储量都挖出来卖掉，也没有这些股票的市值高。如果按照DCF估值理论，黄金股的合理价格应等于从现在到矿藏开采完毕的历年销售现金流的折现值。这意味着如果扣除开矿、提炼、销售的成本和费用，再考虑折现因素，多数黄金股目前的股价都远远超过了合理估值范畴。也许有分析者会说黄金股目前的股价包含了对未来金价上涨的预期。但如我们前面所说，黄金的价值是建立在共识和预期之上的，金价本身就已经包含了对未来导致金价上涨因素的预期，因此黄金股的合理估值就不应再包含金价上涨预期，否则就是把同一预期重复估值了。现在行业分析师在评价黄金股的估值是否合理时，会拿国内黄金股和国际黄金股的市盈率做比较，并因此得出国内黄金股估值合理的结论。确实，国内黄金股的市盈率与国际同类公司相比还不是很离谱，但不知道分析师们是有意还是无意地都回避了对市净率的比较，而目前国内黄金股的市净率普遍是国际同类公司的数倍。这是什么含义呢？举一个极端的例子，如果一家黄金公司的矿藏储量按市价价值500亿元，在一年内公司把所拥有的矿藏都挖出来卖了，当年实现利润50亿元（按10%的净利润率计算），这是不是意味着公司股票合理市值应按30倍市盈率估值为1500亿元呢？

本周收集到38家基金管理公司观点

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

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 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

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 2009 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。