



今日视点

- “A+H”接近完成股价接轨，显示股市调整深度

财经头条

- 中期业绩三大影响因素初露端倪
- “大小非”解禁和减持数据将定期披露
- 沪深股市放量上行 上证综指重返2800点
- 扛住股市考验 保险资金上半年赚648亿

东吴动态

- 东吴基金“2008基情岁月”网络征文活动获奖名单揭晓
- 7月23日 东吴基金推出“基金经理接待日”系列活动

报名地址: <http://www.scfund.com.cn/front/jjjljdr.html>

理财花絮

- 基金理财：锲而不舍，金石可镂

热点透视

- 当前中国经济面临的几点不确定性

机构观点

- 中金公司：经济增长下滑，政策易变，周期难改
- 国泰君安：煤炭行业积极和消极因素盘点与分析

旗下基金净值表

2008-07-21

基金名称	最新	累计	涨跌
东吴嘉禾	0.6523	2.3723	1.83%
东吴双动力	1.2675	1.7875	1.25%
东吴轮动	0.8991	0.8991	1.85%

主要市场表现

指数	最新	涨跌
上证指数	2861.42	2.99%
深圳成指	9870.99	2.95%
沪深300	2911.05	3.40%
香港恒生指数	22532.90	3.01%
标普500指数	1260.00	-0.05%
道琼斯指数	11467.34	-0.25%
纳斯达克指数	2279.53	-0.14%

今日参考

“A+H” 接近完成股价接轨，显示股市调整深度

在“A+H”股股价接轨方面，金融股走在了前列。截至上周五（7月18日）收盘，已有12只股票基本实现A股与H股股价接轨，其中有6只金融股。12只股票中，8只A股股价低于H股，另外四只股票A股、H股股价相差无几。其中中国平安A股收盘价41.07元，H股收盘价51.25港元，为价格倒挂最大的金融股；招商银行紧随其后，同时也是A股比H股比价最小的银行股。目前有8只“A+H”的金融股，包括6只银行股和两只保险股。除中国平安和招商银行，交通银行和工商银行上周五（18日）的A股收盘价均已低于H股股价。建设银行和中国人寿A股收盘与H股股价相差已不大。在2007年两地股市均处于高位时，中国平安和中国人寿A股股价曾高出H股股价一倍多。截至上周五（18日），中国银行和中信银行A股股价仍高出H股约20%。此前，同一公司的A股和H股的巨大价差成为市场人士认为A股存在巨大泡沫的理由之一，而现在“A+H”接近完成股价接轨的情况则说明，A股市场调整已极深，至少在金融股方面，已经显得不那么“贵”了。

财经头条**中期业绩三大影响因素初露端倪**

截至昨日，已有 25 家上市公司公布半年报。尽管这些半年报尚不能代表上市公司上半年业绩的总体情况，但随着披露的半年报数量逐渐增多，影响中期业绩的几大因素正初露端倪。（中国证券报）

“大小非”解禁和减持数据将定期披露

中国证券登记结算有限责任公司昨日公布的股改限售股份解禁减持情况统计数据显示，2008 年 6 月，“大小非”当月减持数量为 4.51 亿股，累计减持 250.07 亿股，占有所有解禁股的 29.67%。（中国证券报）

沪深股市放量上行 上证综指重返 2800 点

承接前一个交易日的升势，沪深两市本周一继续上行，涨幅均接近 3%，上证综指成功收复 2800 点。与此同时，两市成交进一步放大，成交总额逾 1000 亿元。（中国证券报）

扛住股市考验 保险资金上半年赚 648 亿

今年上半年，整个保险业实现投资收益 648.7 亿元，收益率为 2.41%。年化收益率为 5% 左右，基本与前五年的平均投资收益率持平。其中，股票投资浮盈 200 多亿元，与往年同期相近。（上海证券报）

东吴动态**“2008 基情岁月”大型网络征文活动获奖名单揭晓**

“东吴基金 2008 基情岁月大型有奖征文活动”于日前正式结束，本次活动由东吴基金主办、中国证券网、证券之星协办。最终通过联合评审小组共选出一等奖 1 名、二等奖 10 名及三等奖 20 名。

7 月 23 日 东吴基金推出“基金经理接待日”系列活动

7 月 23 日，东吴基金推出“基金经理接待日”系列活动，以基金经理王炯为首的投研团队将与来自全国各地的投资者进行面对面的交流。据了解，东吴基金“基金经理接待日”活动每季度举办一次，投资者可登陆公司网站及其他相关宣传网站报名。报名地址：

<http://www.scfund.com.cn/front/jjjljdr.html>

理财花絮

基金理财：锲而不舍，金石可镂

“锲而舍之，朽木不折；锲而不舍，金石可镂”，出自荀子《劝学篇》，意思是比喻只要坚持不懈地努力，即便是金石也能够被打穿。

投资理财方面，2006年、2007年的大牛市，吸引了大批“新人”进场投资，通过统计，70%的投资者在07年赚了钱，但数据显示，真正赚到大钱的并不多，其中最主要就是缺乏“锲而不舍”精神，频繁进出只能加大投资成本，降低收益率。

尤其2007年，10月中旬开始单边下跌，但全年A股仍高涨2533.37点，涨幅达93.51%，股票方向基金平均收益率更高达105.25%。但投资者收益情况不尽如人意，收益率在50%以下的投资者占大多数，为34.72%，仅有四分之一的投资者全年收益率高于50%。

刘向在《战国策——秦策五》中曾说过：“行百里者半于九十”，可见想要坚持到最后有多困难，而能够坚持到最后者，往往是收益颇丰者。

有业内人士曾说过，能够在2006、2007年赚足钱的，往往是2004、2005进场者。中途进场、中途退出只能赚运气钱。举个例子，如果去年后半年入场者，非但没有赚钱，反而赔的不少，就是这个道理。

专家表示，时间是最好的老师，中国经济在高速增长，投资者只需找好基本面优良的投资标的，坚持持有，长期下来基本都会有投资回报。据研究员统计，基金过去十年，平均收益率高达652%，（由于开放式基金发展时间较短，为方便计算，基金收益率为全部封闭式基金当年收益率的份额加权平均数），想必一般投资者看到这个数据也会望尘莫及。

回到当前市场，各种教育投资者长期持有的消息扑面而来，这是对投资者负责的表现。何况基金本身就是一种倡导长期投资的工具，时间效应会熨平部分股市短期波动，其价值投资也是随时间越发突显的。

热点透视

当前中国经济面临的几点不确定性

刚刚公布的上半年经济运行数据显示，GDP增速出现了同比回落，但CPI增幅却远高于年初设定的目标值。正如官方表述所言，“今年以来的经济增速确实出现了回落”。从乐观的角度来看，这种回落正是朝着宏观调控预期的目标发展；但与此同时，一种隐忧也挥之不去：未来经济增长的动力是否会就此却步？在面临着居高难下的通胀压力、尤其在国际经济环境

的阴影中，这样的担忧似乎正在转为现实。因此，正确认识当前中国经济所面临的种种不确定性、客观看待其可能遭遇的内外部冲击因素，对于判断未来宏观经济走势和政策导向，具有至关重要的意义。

先谈就业。新《劳动合同法》出台后，声音很多。很多人担心，这样的劳工保护会不会大幅度提高用工成本，令企业难以为继？事实上，每一个国家的背景和劳动法的实施力度是不一样的。决定中国劳动就业问题的关键在于经济增长，增长高和就业高肯定是一致的。中国正在致力于调整经济增长方式，无论是从出口推进型转变成为内需推动型的增长方式，还是从简单的低成本推动转化为由创新推动的经济增长方式，有一个过程将不可避免，那就是劳动成本提高。在这个过程中，劳动就业还能否持续增长，关键要看两个参数：一个是我们目前旨在缩小收入差距的做法，包括新《劳动合同法》的实施，能够在多大程度上有效？二者，收入差距缩小对整个经济增长会带来怎样的效果？我们研究过城乡收入差距的缩小对经济增长的推动力。平均来看，城乡收入差距比值每降低 1，经济增长率可以上升 3 个百分点。当然，现在的政策究竟对收入差距起到多少作用，目前尚不清楚。比如说，从长期来讲，内需的增长对经济增长的推动作用是对的，但是短期，是否会造成由于劳动成本上升带来劳动需求减少，失业率增加？如果是这样，短期的负效应和长期的正效应究竟哪个更大？这个还需要研究。当然，短期负效应有可能积累为长期负效应，这一点需要警惕。但是今天的短期问题，比如生产成本上升，很多的中小企业生产陷入困难，已经体现出来了。但是我认为，泛泛地讲由于成本的上升导致企业的倒闭，并没有意义。到底企业倒闭是什么原因造成的？究竟是劳动成本、运输成本、原料成本，还是资金成本呢？不久前我在苏浙调研时就发现，不同类型的企业

受冲击的主要因素还不一样。像出口导向型的企业，受汇率上升的影响最严重。一些劳动密集行业，像服装生产企业，受劳动力成本的影响更严重。这也可以解释，为什么珠三角受到的冲击要比长三角大，因为珠三角以出口为导向的劳动密集型企业更多。再有一个是利率政策，尽管提高了资金使用成本，但是不同类型的企业所受的冲击却各不相同。信贷收缩，对中小企业的冲击，要比国有企业、垄断部门大得多。如果不把这些问题搞清楚，妄下判断，就可能在政策上犯片面化的错误。因此，对于当前经济运行中出现的问题，需要多角度思考，全方位观察，因为具体的经济情况可能千差万别、复杂多变。很多人认为，本轮经济周期主要是货币现象。任何通货膨胀一定是货币现象，但同样的货币发行，在多大程度转化为价格上涨呢？我们看到，第一，在中国国内 CPI 的上涨里面，主要是食品价格上涨，而这与货币的发行量的上涨关系不太大。因为中国货币发行量上涨主要导致资产价格上涨，而资产价格上涨并不计入 CPI 的统计。第二，今天中国的通货膨胀压力也与美元贬值有关。追

根溯源，次贷危机的产生与国际经济的长期失衡是有关的。所以今天的美元调整，有全球经济均衡调整的意图。所以，无论从国内还是国际来看，当前的经济周期都不是一个简单的货币总量问题，而是国际国内结构性调整，怎样重新走向均衡的问题。毋庸置疑，长期的经济增长，归根结底要靠劳动生产率，特别是当今天国内劳动力人口红利基本接近尾声，资本增长也面临国内储蓄率下降的情况。长久以来，中国劳动生产率的提高，主要是低劳动成本和高投资。可以说，在大量投资设备更新，产出快速增长的情况下，1994年到2004年农民工工资却基本未涨，单位劳动成本持续下降，名义劳动生产率持续增长。而且，最近这几年，产品出厂价格的上涨，又进一步造成了名义劳动生产率的提高。但值得注意的是，中国现在似乎越来越靠名义劳动生产率的增长来消化成本的上升。从需求方面来讲，经济增长还是得靠收入差距的控制，低收入阶层的需求提高，才可以提高国内总需求。无论是内需经济的形成和收入差距的控制，还是经济的集聚，这几个方面都是我们接下来可以考虑的。（作者为复旦大学发展与政策研究中心主任、教授）

机构观点

中金公司：经济增长下滑，政策易变，周期难改

经济增长下滑和通货膨胀压力上升已令美联储陷入两难的局面。我们认为，经济疲软和近日发生在金融市场的动荡减少了美联储今年内加息的空间，但通胀和通胀预期持续上升使得年底前升息的可能难以完全排除。欧元区最新数据亦显示尽管通胀压力上升但经济前景更为黯淡，所以我们维持欧央行年内最多升息一次的判断。

国内方面，上周公布的上半年数据显示经济增速适度放缓，主要表现在出口和投资放缓，消费较为稳健；货币信贷增速放缓显示紧缩效果渐现；但通胀压力依然较大。我们认为中国已伴随全球经济进入下行周期，政策易变，但周期难改。新兴市场正采取财政补贴和货币紧缩的政策组合，以减缓低收入家庭的通胀压力和遏制通胀预期。

国泰君安：煤炭行业积极和消极因素盘点与分析

1、消极因素包括：中国经济下滑能源需求下降；电煤价格管制；资源税从量改从价；年内大秦铁路运能投放；原煤产量连续多月大于火电、生铁等产品同比增速。积极因素包括：毛利率平稳，净利润率稳步攀升；资源税从价会促使现货煤价上涨，预计资源税从价不超过4%；合同煤的品质下降是导致煤炭需求大涨；煤炭库存与下游需求不匹配，容易引起煤价上

涨；预计炼焦煤需求仍大于产能增量，钢铁企业承受成本上涨的空间较电力企业大。

2、全行业毛利率平稳在 30%左右，净利润率稳步攀升至 10%左右。煤炭价格大涨，08 年中期全行业利润翻番。

3、资源税改革势在必行。我们预期资源税从价不会超过 4%，直接影响企业所得税前利润率 2%~3%，占目前税前利润比约 15%~25%。预计将增加 09 年财政税收 700 亿左右，相当于 09 年每单位火电发电量补贴 2 分多。资源税改革只会促使现货煤价上涨，同时给煤炭企业在年末订货会上增添提价的砝码。

4、合同煤品质下降导致煤炭需求大幅上升。虽然上半年原煤同比增速连续多月小于下游产品同比增速，但合同煤的品质下降导致煤炭实际需求数量远超计划数量，耗煤同比增速超越下游产品同比增速。预计合同煤的品质下降引起的煤炭需求增加约 6000-12000 万吨。

5、煤炭库存与下游需求不匹配。从历史数据看，煤炭社会库存基本维持在 1~1.5 亿吨，但目前火电发电量已经是 2000 年的 2 倍还多。这种情况下，需求侧或供给侧任何一方发生突发事件，都会导致煤炭价格上涨。预计这种库存局面仍将维持很长一段时间。

6、从历史数据来看，2000-2002 年我国 GDP 增速处于较低的 8%左右，生铁的产量增速仍然在 8%-10%左右。虽然预期钢铁行业增速下滑，但我们认为钢铁行业的产品基数增加，使得对炼焦煤的绝对需求仍高于炼焦煤的产能增长。如果考虑煤炭品质下降的情况，预计供需缺口更大。

7、假设资源税改革在今年四季度，从量改为从价 4%，行业利润率敏感性分析结果显示：如果 09 年综合煤价上涨 10%，成本同时上涨 10%的情况下，预计全年煤炭行业净利率仍能维持 08 年利润率水平。

8、年内，铁路运力的投放预计可以稳定煤炭供需。在铁路运力提升后，煤炭价格短期内将难再现上半年大涨行情。但煤炭库存与下游需求不匹配的现状难以改观，煤炭价格大幅回调的可能性也较小。

免责声明：本报告中的信息均来自公开资料，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性。本报告及这些信息所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本报告中的观点亦仅为参考不必然代表东吴基金管理有限公司或者其他关联机构的正式观点。

基金有风险，投资需谨慎。所有基金绩效之信息，均为过去绩效，不代表对未来的绩效预测。

欢迎访问东吴基金公司网站：www.scfund.com.cn，客服电话：021-50509666。